

GLOBAL OUTLOOK 2025

變遷中的世界

變遷中的世界

Global Outlook 2025

- 概要

01•	編輯寄語 變遷中的世界	4
02•	關鍵訊息 五大關鍵投資策略信息	6
03•	宏觀經濟情況 蝴蝶效應	10
04•	資產配置 2025年的多種資產：兩全其美	14
05•	聚焦	18
	股票市場 人工智能是生產力增長的新引擎嗎？	19
	定息債券 一個長期的宏觀經濟故事：以R星撰寫	22
	外匯 貨幣故事：美元的神話與尋金者	25
	新興市場 中國改革之際，東盟崛起	29
	永續性融資 電氣化：新的黃金國嗎？	32
	私募市場 2025年的私募市場：勢頭強勁！	35
06•	全球覆蓋	38
07•	附錄	40
08•	免責聲明	42

市場推廣產品



01 | 編輯寄語



Alexandre DRABOWICZ
Chief Investment Officer

變遷中的世界

親愛的讀者：

在我們之前的《全球展望》版本中，標題為《探求新的通貨膨脹機制》，我們強調了“需要擺脫高通脹，避免滯脹，並達到再通脹體制”。我們是否達成了這一目標？美國的總體通脹率已從3.4%降至2.4%，而歐元區的通脹率已從2.9%降至歐洲央行（ECB）的目標2.0%。這一進展使得十大主要發達市場中的七個中央銀行開始降低利率，其中歐洲央行在聯邦儲備局（Fed）之前三個月於六月開始降息。兩個管理委員會現在都在進行貨幣政策正常化。2025年，這是否可以說是使命完成了？

巡航高度

在2024年，儘管在第一季度面臨通脹驚嚇以及夏季的經濟衰退驚嚇，我們保持了美國經濟軟著陸的預期。現時，我們依然堅持我們的觀點，並相信這種情況可能會持續到2025年。我們預計美國經濟將增長2%，略高於潛在增長率，而通脹率應該平均在2.2%左右。事實上，軟著陸的說法有些過時：美國經濟從未真正著陸，並繼續在巡航高度運行。2025年的關鍵問題將是新一屆特朗普政府是會促進再通脹還是會導致滯脹。



從政治到政策的不確定性

在2024年，預計全球40%的人口曾參加投票。印度和歐洲聯盟（EU）的選舉帶來了意外，而美國的選舉結果則清晰且無爭議，但卻引發了許多問題。我們正從2024年的政治不確定性時代過渡到2025年的政策不確定性時代。

新一屆特朗普政府被廣泛認為是支持增長、支持商業和支持放鬆管制的，可能會延長減稅並減少企業稅。在美國經濟增長已經處於正確軌道的情況下，這些再通脹政策可能會推動經濟過熱。在這種無著陸的情景下，美聯儲可能被迫提前停止降息週期，這對股票及其高估值構成風險。維持這種微妙的平衡將是一個挑戰。

巨頭之戰

另一個政策不確定性在於美國的關稅政策。尚不清楚特朗普政府是否會推行提議的10%-20%的普遍關稅以及對中國的60%關稅，但類似於2018/2019年間溫和的關稅，更有可能實施，因為唐納德·特朗普尋求將“戰利品交易”帶回國內。儘管市場可能擔心公告和行政命令，我們猜測唐納德·特朗普將避免造成新的通脹高峰，而是專注於達成貿易協議。唐納德·特朗普之所以當選，是因為拜登政府時期的物價上漲證明是致命的，他將致力於避免重蹈覆轍。

另一場戰爭可能是與美聯儲的對抗。我們預計美聯儲將在2025年把利率降至3.5%，但關稅帶來通脹的威脅，可能會減少降息。但如果關稅影響是一次性的，且通脹預期保持穩定，美聯儲可能會忽視短期影響，繼續進行政策調整。傑羅姆·鮑威爾明確表示，“我們不猜測，我們不推測，我們不假設”，這是對唐納德·特朗普未來經濟政策的回應。

最終，我們相信債券市場將成為裁定哪些政策可接受的仲裁者。雖然標普500指數將成為唐納德·特朗普經濟成就的晴雨表，但10年期國債借款利率將衡量他的財務可行性。在最壞情況下，到2035年美國債務可能達到GDP的160%，參議院將急於避免失控的利息賬單，這需要政府更加謹慎地管理財務。

不惜一切代價

那麼被美國和中國這兩個巨頭夾在中間的歐洲呢？我們預計歐元區經濟在2025年的增長率將低於潛在增長率，僅為0.8%，且存在下行風險。歐洲央行（ECB）清楚了解經濟的弱點，隨時準備採取行動。我們預測2025年利率將進一步下調至2%，但這一預測可能偏向下行，以應對任何來自關稅的進一步弱勢。

第二屆特朗普政府可能對歐洲來說是一個決定性和變革性的時刻，特別是在自身防衛方面。正如法國總統在唐納德·特朗普勝選後所說：“我們是否想閱讀由他人書寫的歷史？”換句話說，歐洲需要在保護自身利益方面書寫自己的歷史。德國聯合政府的突然解體重新引發了關於憲法債務刹車的辯論¹。由於德國赤字佔GDP的63%，德國有相當大的空間來刺激投資，無論是為了自身利益，還是參與歐洲防衛的聯合債務努力。這可能成為保護歐洲的“不惜一切代價”時刻，這可能需要時間，並且未必會成為改變投資者對歐洲看法的短期催化劑。

本期新刊《變遷中的世界》探討了不斷演變的宏觀經濟格局，包括人工智慧對增長的影響、設定均衡利率、貨幣市場從美元的轉移、中國經濟再平衡以及向電氣化過渡的能源轉型。我們深入研究這些引人入勝的主題，以提供寶貴的見解。

最後一點，對Indosuez Wealth Management來說，這也是一個變革的世界，因為收購了Degroof Petercam。我們在本期中歡迎兩位新貢獻者：Jérôme van der Bruggen，他與我們分享了關鍵信息；以及Hans Bevers，他提供了一篇關於設定中性央行政策利率的精彩文章《長期宏觀經濟故事：寫在R星上》²。

希望您喜歡閱讀這一期的《全球展望》。

1 - 在德國，聯邦政府和16個州有義務平衡預算，實際上被禁止額外舉債。
2 - R-star：自然利率，在這個利率下，經濟處於充分就業且通脹穩定，既不刺激也不減緩經濟增長。



02 |

關鍵訊息



Jérôme VAN DER BRUGGEN
Chief Investment Officer Private Banking,
Degroof Petercam

全球決策者在制定統一的全球經濟政策時面臨的困難與所涉及的利益相稱。急劇放緩（在某些地方甚至下降）的人口增長和氣候變化需要大膽且協調一致的政策回應。

世界在許多問題上確實看起來是分裂的，但如果放眼全球，由美國、中國和歐元區代表的三大貨幣區塊在大體上是朝著相同的方向努力，儘管力度不同。大規模的公共和私人投資以推動生產力增長，並得到寬鬆貨幣政策的支持。世界是一個充滿風險的地方，但對於長期投資者來說，回報是有吸引力的。

我們將投資策略總結為五個關鍵信息，並在本期《全球展望》的專門文章中進行了詳細闡述。

利率削減可能會被推遲， 但不太可能被停止

股票市場的背景繼續保持積極

寬鬆還是不寬鬆.....在2024年8月底於傑克遜霍爾舉行的Odd Lots（播客）中，現任彼得森研究所所長、前英格蘭銀行貨幣政策委員會投票成員亞當·波森表達了這樣的觀點：美聯儲（Fed）的立場應該更加細緻。他將傑羅姆·鮑威爾在央行行長會議上的備受期待的干預稱為“狙擊演講”。他的意思是，鮑威爾曾在2022年瞄準通脹，如今卻過於狹隘地將目標對準就業市場，以消除經濟衰退風險。

唐納德·特朗普的減稅和關稅議程確實可能會放緩降息的步伐。然而，正如Bénédicte Kukla所解釋的那樣，如果降息被推遲，但它們不可能會被停止。寬鬆週期仍有空間。如果是這樣，美聯儲在這一週期中降息的終點利率會在哪裡？

Hans Bevers主張中性利率應該在1.5%左右。考慮到美聯儲繼續目標2%的通脹率，這意味著3.5%的終點利率既不寬鬆也不緊縮。同時，美國預計將實現“軟著陸”，增長正常化在2%左右。隨著增長依然強勁且進一步寬鬆可期，股票市場還可看高一綫。至於債券市場，2024年再次受到通脹和全球增長上調重新定價的影響，2025年可能會重新引起興趣，但對短期至中期債券的益處更大，因為長期債券依然容易受到期限溢價和公共債務可持續性問題的影響。最後在私募市場方面，Nicolas Renault、Remy Pomathios和Matthieu Roumagnac認為，改善的金融市場條件是投資者樂觀的第一個跡象，這可能是一個轉折年。



美國的例外主義依然存在

美國股票在全球投資組合中的比重不斷上升

大多數觀察家將美國股市在過去十年中的韌性歸因於一系列支撐美國經濟增長的特殊條件。首先是其經濟規模龐大和豐富的自然資源，這些都提供了堅實的基礎。其次是其創新和執行能力的企業文化，並得到了可靠的金融市場的支持，這些市場能夠提供深厚的資金池。

美國金融市場的穩健性部分來自其貨幣的地位。美元是全球貿易的貨幣，佔全球外匯儲備的58%以上。

正如Lucas Meric所主張的那樣，儘管新興國家希望減少對美元的依賴，挑戰美元的主導地位，但對“去美元化”的擔憂似乎被誇大了。解釋美國例外主義的最後一個因素是美國機構的戰略政策制定，它們實施了大膽的措施，例如2017年的《減稅和就業法案》(TCJA)和2022年的《芯片與科學法案》。所有這些都幫助美國公司展示了優於全球同行的盈利增長，並支撐了美國股市的表現和美國股票在全球投資組合中比重的上升。

人工智能和電氣化：兩個持久的主題

這兩個領域可能會繼續吸引大量投資

未來幾年內，有兩個領域可能會參與亟需的生產力增長提升。其中一個是人工智慧（AI），目前正在推動美國科技股的牛市。Nicolas Mougeot解釋了為什麼儘管開發成本高昂且對能源需求不斷增加，AI仍然能夠像過去的技術革命一樣推動生產力增長。

像生成式AI這樣的領域，它能夠從現有數據中創建新內容，具有巨大的經濟潛力。他還指出了其他幾個領域，如自動化、任務互補性、新任務創建以及機器人技術的進步，這些領域中（主要是）美國科技公司在AI採用方面處於領先地位。

第二個主題——電氣化——影響不止一個行業。Fabrice de Sousa和Laura Corrieras將其稱為新的埃爾多拉多，並撰文介紹它如何塑造依賴於可再生電力生產的能源轉型。到2050年，電力產量預計將增加一倍以上，並變得更加環保，70%的電力將來自非化石能源，而目前這一比例為11%。可能受益於投資的行業包括可再生能源、能源儲存、電網轉型以及電動車。



隨著中國改革，東盟崛起

我們對一些新興市場股票保持樂觀，尤其是在亞洲

儘管房地產問題持續影響投資和消費，中國2024年的實際GDP增長仍保持在5%左右。政治不確定性導致全球對中國徵收關稅，使得2023年中國出口總量減少了4.7%，對美國的出口減少了13%。作為回應，中國在2024年底啟動了強有力的政策措施，重點放在產業重組和財政支持上。

樂觀主義者如Francis Tan認為，這些努力具有穩定作用，對新興市場（EM）和東盟有積極影響。由美中貿易緊張局勢推動的供應鏈轉移有利於東盟，該地區還正經歷著強勁的人口增長、增加的外國直接投資（FDI）以及市場友好型改革。東盟充滿活力的經濟體有望繼續推動全球增長。我們對一些新興市場股票保持樂觀，尤其是在亞洲，那裡的增長潛力受到持續貨幣寬鬆周期和可能作為區域催化劑的中國刺激措施的支持。

多資產組合：兩全其美

這樣的投資組合是平衡的、多元化的，並且以堅定的信念進行管理

投資者經常對如何在股票或債券組合中表達他們的信念感到困惑。Grégory Steiner和Adrien Roure解釋了為什麼他們認為多資產方法能夠提供兩全其美的解決方案。這種方法的目標是通過投資於廣泛的金融工具來實現資本增值，依靠所有資產類別固有的風險溢價。這樣一來，這些投資組合被構建為能夠提供多種吸引人的特性，使投資者能夠看穿金融市場的波動。

這些組合是平衡的，旨在相對於所承擔的風險優化回報。它們在地理和行業上高度多樣化，並包括外幣和商品，如黃金。最後，這些組合是積極主動管理的，如上所述在Indosuez Wealth Management，這些組合反映了投資策略中表達的核心信念。



03 |

宏觀經濟情況



Bénédicte KUKLA
Senior Investment Officer

2024年對於民主制度來說是關鍵的一年，重要的選舉帶來了重大且深遠的影響。2025年，政治不確定性將讓位於特朗普2.0執政下的政策不確定性，這可能會在全球範圍內產生漣漪效應。隨著全球化的重組繼續進行，歐洲和中國的國內需求將成為主要的增長來源，這也突顯了對外貿依賴的風險。儘管關稅對通脹預期構成風險，但預計各國央行將在2025年繼續降息。



美國正邁向
“軟著陸”
情景

團結一致的轉變

在2024年的選舉中，對唐納德·特朗普來說，最終不是某個州或某個行業的轉變，而是全國性的右傾，這給了唐納德·特朗普一個明確的美國經濟和「美國化」的授權。增長的影響將取決於唐納德·特朗普在多大程度上兌現他在激烈選舉中所做的承諾。美國正邁向“軟著陸”情景，預計到2025年增長將正常化至約2%，略高於潛在的長期增長（估計為1.8%），隨著勞動市場不再那麼緊張（回到2019年4%的失業率），消費也將隨工資同步降溫。

我們的情景考慮了特朗普之前的減稅政策（TCJA）可能延長至2025年底，這應該有助於維持增長步伐。對中國商品實施60%的關稅也似乎很有可能，理由是廣受批評的不公平生產補貼。這兩項受歡迎的措施可能會阻礙目前商品通脹的下降。短期內的通脹飆升將促使美聯儲（Fed）謹慎行事。然而，這不應該妨礙美聯儲保持較不緊縮的政策，即使自然利率可能會更高（見第22頁《長期宏觀經濟故事：寫在R星中》一文）。

美聯儲在2018年的聯邦公開市場委員會（FOMC）文件中（在特朗普最初的貿易限制之後）明確表示，對於關稅上調，採取“透視”政策——即貨幣政策反應是忽略短期的通脹上升並降低政策利率——是適當的，前提是通脹預期依然穩固且不影響工資。因此，工資將是需要關注的要素。由於實施的不確定性，我們的情景中未考慮的因素包括將企業稅率降至15%，這對我們的情景來說是一個上行風險。相反，提議的全球10%關稅和大幅削減移民的措施具有滯脹性。

財政緊縮還是財政突破？

隨著購買力的改善和投資受益於較低的利率，GDP增長應該會有所改善，但歐元區內的增長差異在2025年將持續存在。在我們的情景中，德國是主要的不確定因素。德國擁有過多的家庭儲蓄（在第二季度達到收入的20%），這些儲蓄可能會隨著利率下降而被釋放，但政治不確定性繼續破壞商業信心。執政聯盟的突然解體將重新引發圍繞憲法債務剎車機制和增加德國投資需求的討論。組建新政府需要時間，但對於低迷的歐洲來說，這或許是一線希望。不幸的是，好消息到此為止，德國在與美國的稅收競爭（德國在經合組織中擁有第六高的企業所得稅率，為29.9%）和與中國的價格競爭中繼續處於防守狀態。



歐元區2025年的
增長率低於
1%

在法國，公共債務與GDP的比率將在2025年達到115%，抑制支出的結構性努力是有後果的，草案預算中計劃的調整超過GDP的1%。在過去的20年中，法國只有一例GDP超過一個百分點的預算緊縮（並且是在歐洲主權債務危機的壓力下）。對於西班牙和意大利來說，國內財政緊縮可能至少部分被歐盟復甦與韌性基金的支出所抵消，預計該基金的支出將在2026年截止日期前於明年增加（分配給各國的6500億歐元僅發放了40%）。

由於兩大經濟引擎在2025年運行低迷，預計歐元區在2025年的增長率將低於1%（表1）。如果歐洲GDP增長顯著疲軟，歐洲央行（ECB）可能需要更積極地降息。然而，歐元的顯著貶值以及歐洲的關稅報復可能會引發通脹恐懼。

新興市場

對於新興市場來說，選舉結果在穩定性方面參差不齊。印度失去了多數黨政府，這可能會使其雄心勃勃的改革議程難以推進。在墨西哥，總統克勞迪亞·謝恩鮑姆（Claudia Sheinbaum）的領導延續可能會帶來一定的政策一致性。然而，她的政府面臨挑戰，包括管理高赤字和2026年即將進行的美墨加協定（USMCA）重新談判，這將限制她的政策靈活性，尤其是與中國的政策。

新興亞洲將繼續成為2025年GDP增長的主要驅動力，儘管中國的增長應該會放緩，印度的增長將回歸到疫情前的水平。中國應該更多地將資源投向發展內部和區域需求。全球化的持續轉型將進一步加深（圖1第13頁），新興市場（EM）對中國的關稅脆弱，這可能會阻礙中國的增長並影響依賴中國的經濟體。然而，越南、印度和韓國等國家可能會從潛在的中國關稅中受益，這一點已經顯現出來。因此，預計亞洲將超越拉丁美洲，巴西的GDP增長強勁，對比墨西哥尤為突出。

貿易戰風險指數級上升

隨著美國選舉的結束，政治不確定性有所下降，但隨著特朗普重返總統寶座，政策不確定性增加了。國際貨幣基金組織（IMF）最近的報告指出，一個普遍的關稅增加會導致更多的通脹，而對貿易平衡的影響卻很小。雖然更高的美國關稅將美國需求從歐元區或中國生產的商品中轉移出去，從而減少這些地區的通脹，但這也會導致美元升值，使得全球消費者的進口成本上升。

表1: 2024-2026年宏觀經濟預測，%

	GDP			通貨膨脹		
	2024	2025	2026	2024	2025	2026
美國	2.7	2.1	2.0	2.9	2.2	2.2
歐元區	0.7	0.8	1.2	2.3	1.7	2.0
中國	4.8	4.7	4.5	0.7	1.8	1.5
日本	0.3	1.1	0.8	2.2	2.0	2.0
世界	3.1	2.9	2.7	-	-	-

來源: 東方匯理財富管理。

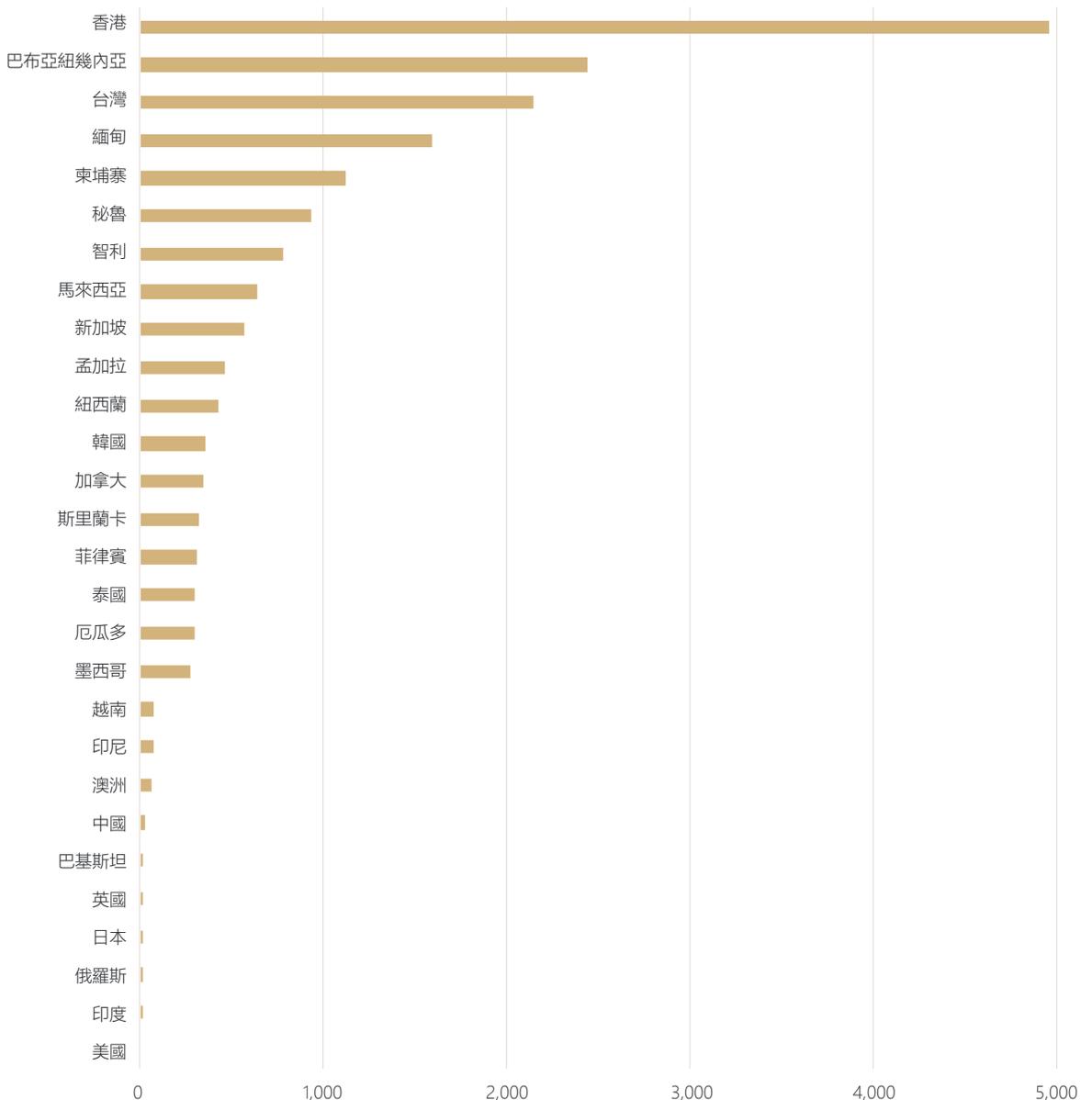


此外，預計報復性關稅將在2026年生效，這將進一步推高消費者價格。在唐納德·特朗普的領導下，更高的通脹、更高的利率和更強的美元也可能對新興市場貨幣產生負面影響。

如果這些趨勢持續或超出預期，新興市場的中央銀行可能會面臨壓力，通過加息（或減少降息）來穩定其貨幣。

最後，預計烏克蘭衝突和中東地區的行動將持續到明年。然而，對全球油價（經常是地緣政治的替罪羊）的影響可能會因能源需求的結構性轉變而減輕，隨著電動車的採用減少了石油消耗和美國這個世界第一大石油生產國所鼓勵的生產。

圖1：有害關稅的數量³



來源：可持續貿易指數 (2022)，東方匯理財富管理。

3 - 根據全球貿易預警 (Global Trade Alert)，有害關稅是指對進口商品徵收的任何歧視外國商業利益的稅收。



04 | 資產配置



Grégory STEINER, CFA
Global Head of Multi Asset



Adrien ROURE
Portfolio Manager

2025年看起來將是一個充滿挑戰的一年，適應性將是抓住行業輪動、管理增加的波動性和應對分裂的政策和貨幣環境的關鍵。成功將依賴於基於信念的管理，同時保持對美國和新興市場股票的選擇性方法、高質量收益資產以及多元化資產的投資。



2025

年：投資者需要
靈活應變

2024: 過渡與經濟彈性之年

2024年被證明是全球經濟周期中的一個關鍵里程碑，經濟和貨幣動態逐漸回歸正常。儘管經濟學家預測全球增長普遍脆弱，但發達經濟體走上了不同的軌跡。在美國，經濟實力超出了預期，主要由美國消費者的強勁需求所驅動。這種動態導致通脹放緩速度低於預期，與其他先進經濟體相比，美國的降息時間更晚且幅度更溫和。

歐洲的對比非常鮮明。在年初小幅反彈後，歐元區最終實現了溫和且不均衡的增長。南部經濟體受益於歐洲刺激計劃和旅遊業的回升，而北部經濟體，尤其是德國，則因依賴製造業和與中國的貿易聯繫而受到阻礙。

在新興國家，情況各不相同，但總體上工業遷移和貨幣寬鬆周期的開始推動了增長，特別是在亞洲。中國則是一個顯著的例外，因為它繼續面臨房地產危機和結構性挑戰的影響。然而，2024年底推出的重大新刺激計劃可能會在未來幾個季度為中國經濟帶來提振。

2025年：一個受經濟數據影響的波動年份？

對我們來說，2025年的關鍵信息似乎很明確：面對可能會增加和加劇的波動，投資者需要靈活應變。我們認為有多個因素促成了這一觀點：

- **美國經濟走向的不確定性：**儘管共識很快調整為預測2024年美國經濟強勁，但2025年的前景仍然存在分歧。如果我們誓言美國經濟活動的軟著陸，持續增長與減速之間的頻繁政策變動可能會增加投資者的緊張情緒，並導致顯著的行業輪動。
- **非同步的貨幣政策：**美國經濟相對於歐元區的強勁表現使我們預期美國的降息幅度將更加溫和。這種差異可能會導致地理區域之間的表現存在顯著差異。然而，我們認為當前的全球貨幣寬鬆周期正在為某些領域創造有利條件，例如歐洲上市房地產和美國中小型股的趕上。



- **政治和保護主義的影響：**我們預計2024年選舉的首批具體影響將出現，特別是在美國，對經濟優先事項的重新評估可能有利於國內股票。在歐洲，財政整頓可能會遏制增長並使歐洲資產的環境更加具有挑戰性。與此同時，新興市場將需要繼續調整其策略，特別是通過新的貿易聯盟，而中國及其財政刺激措施將成為關注的焦點。
- **地緣政治因素：**地緣政治緊張局勢的普遍存在使投資環境更加不確定，可能會出現更多波動。然而，地緣政治背景和保護主義的增加可能會為市場帶來戰術機會，但從長遠來看，也可能有利於特定領域，例如國防和半導體股票。

美國股票仍然是我們的重點，這不僅因為經濟前景更強勁，還因為美國公司更有能力實現盈利增長預期。儘管對人工智慧（AI）的強勁需求最初推動了科技股，但我們認為它在整個經濟中的擴散應該能夠使股票市場的表現更加廣泛，特別是一些被遺忘的股票市場板塊得以趕上。然而，目前的估值限制了近期估值倍數擴大的潛力。

相反，儘管歐元區的估值具有吸引力，我們仍對不太有利的經濟勢頭、財政整頓的前景以及可能影響該地區的全球保護主義持謹慎態度。儘管如此，英國可能成為表現優異的地區，受益於政治勢頭的恢復、更和解的美國立場以及可能與歐盟的接近。

最後，我們對一些新興市場股票保持樂觀，尤其是在亞洲，這裡的增長潛力受到持續貨幣寬鬆周期和可能作為區域催化劑的中國刺激措施的支持。

股票市場：走向信念市場？

在2024年，宏觀經濟框架使股票市場大幅上升，且表現集中在某些特定領域，首先是美國科技板塊。2025年，我們預計將轉向一個更加重視選擇正確行業和公司的環境。儘管我們對風險資產保持建設性態度，但明年的挑戰要求我們採取靈活和機會主義的立場。



2025
年：選擇
正確的行業
和公司
至關重要



債券市場

可能在
2025
年重新引起興趣

債券與股票的多元化配置

儘管我們預計股票市場將有正回報，但受2024年通脹和全球增長上行重新定價影響的債券市場，可能在2025年重新引起興趣。

一方面，股票和債券之間的相關性可能會正常化，使債券重新在投資組合中發揮對沖作用。另一方面，貨幣寬鬆周期正在進行中，特別有利於短期至中期債券。相比之下，長期債券仍然容易受到期限溢價和公共債務可持續性問題的影響。

在地理方面，儘管歐洲政府債券的收益率較低，但可能會受益於更顯著的降息，相對於美國政府債券，具有額外資本增值的潛力。在信用市場方面，我們重申對高質量企業債務和最佳高收益債券領域的關注，這使我們能夠利用具有吸引力的收益水平，並妥善補償所內含的風險。

深入探討：一些多元化機會

某些資產類別在投資組合多元化中應該發揮關鍵作用：

- **美國通膨保值債券：**在「無著陸」情景下，嵌入美國通膨保值債券的實際利率提供了真正的收益。
- **新興市場本地貨幣債務：**除了受益於有吸引力的收益率外，這一資產類別仍然有助於受益於更有利的貨幣環境。
- **黃金和美元：**黃金仍然是一種多樣化的資產，其價格繼續受到新興市場中央銀行需求增長的支持。同時，美元繼續充當對抗替代情景和潛在波動性的對沖工具。



05 | 聚焦



Nicolas MOUGEOT
Head of Investment Strategy
& Sustainability

技術革命接二連三地改變了全球經濟。如今，人工智能（AI）正推動最新的改革。本文探討了AI對經濟的潛在衝擊、對各行各業的影響以及量度真正影響的難處。



晶片
的性能每兩年增長
一倍

在過去的200年裡，全球經濟經歷了無數次技術革命。這些革命包括於19世紀電力的發明和鐵路的發展、於20世紀初電話的普及、於1970年代個人電腦的興起，以及於1990年代末互聯網的面世。

過往這十年也不例外，標誌了一場新的技術革命：人工智能，特別是生成式AI。生成式AI是人工智能的一個分支，它可以通过學習現有數據中的模式和結構來創建新的內容，例如文本、圖像、音樂或整個虛擬環境。利用神經網絡和深度學習等技術，生成式AI模型可以製造高度逼真且創新的輸出，模仿人類的創造力。因此，我們將討論AI對全球經濟的潛在影響，以及它如何影響不同行業的股票。

為何量度人工智能（AI）的影響這麼困難？

借鑒Solow's Paradox和Moore's Law裡的含意。首先，一位美國經濟學家和諾貝爾獎得主Robert Solow曾經說過：「你可以在任何地方看到電腦時代的影子，但在生產力統計數據中卻看不到。」這句話突顯了1970年代和1980年代個人電腦的快速普及化並未對該時期顯著提升生產力。這事實可能也適用於其他技術的發明，如互聯網或5G。經常，新技術的初期憧憬會被逐漸消退，因真正的實用會比預期為低。

人工智能會否不同嗎？是可以的。工程師Gordon Moore於1965年已預測，微處理器上的晶體管數量將大約每兩年都可以增長一倍，近60年後，這項預測仍然成立，如圖2所示（第20頁）。雖然半導體的性能呈複式增長，但我們的大腦習慣於線性思維。因此，我們很難理解未來計算能力的潛在增長及其對AI的影響。

從本質上講，AI的實際進步可能會遠遠超出我們目前的預期。

人工智能對經濟增長的效應

許多研究評估了人工智能對全球經濟增長的效應。人工智能有望對經濟增長和就業市場產生變革性影響。一方面，AI技術有望提高生產力、簡化運營並促進各行各業的創新。這種提高效率可以導致顯著的經濟增長，因為公司可以用更少的資源生產更多的產品，降低成本並創造新產品和服務。高盛提到，採用生成式AI可能在十年內使全球GDP增加近7萬億美元，即增長7%。同時，麥肯錫全球研究院的一份報告指出，未來十年內，GDP可能增加17至25萬億美元，這相當於每年增長1.5-2.4%。

然而，2024年諾貝爾經濟學獎得主及麻省理工學院教授達隆·阿西莫格魯在最近的一篇論文中指出，雖然人工智能將帶來成本節約和生產力提升，但沒有證據表明AI對經濟有革命性影響，以至於能夠驗證對GDP增長如此顯著的影響⁴。他更關注的是AI在提高生產力和降低各種任務成本方面的能力，以及其對工資和不平等的影響。AI驅動的生產力增長可以來自以下幾個方面：

- **自動化**：AI模型可以接管一些任務或降低其成本。
- **任務互補性**：工人可以使用AI獲取更好的信息或互補的輸入，從而提高他們的生產力。
- **自動化深化**：已經自動化的任務可以通過生成式AI進一步改進。
- **創建新任務**：AI可以創建新的任務，以提升整體生產力。

4 - 請參閱Daron Acemoglu的《The Simple Macroeconomics of AI》，2024年，刊於《Economic Policy》。



人工智能可能使
全球GDP
增長2%
或更多

Daron Acemoglu估計，人工智能可能在十年內將全要素生產率（以GDP與總投入的比率來衡量）提高0.7%，這相當於每年提高0.07%。根據對人工智能投資的規模不同，他認為對GDP增長的總體影響可能在十年內範圍為0.9%到1.8%。儘管Acemoglu的估計比其他研究更保守，但它們絕非微不足道。GDP增長額外增加15到20個基點仍然值得被注意，尤其是在經濟學家預測全球GDP增長每年只徘徊在2.7%到2.8%的情況下。

哪些公司最有可能受益於人工智能？

大部份位於美國

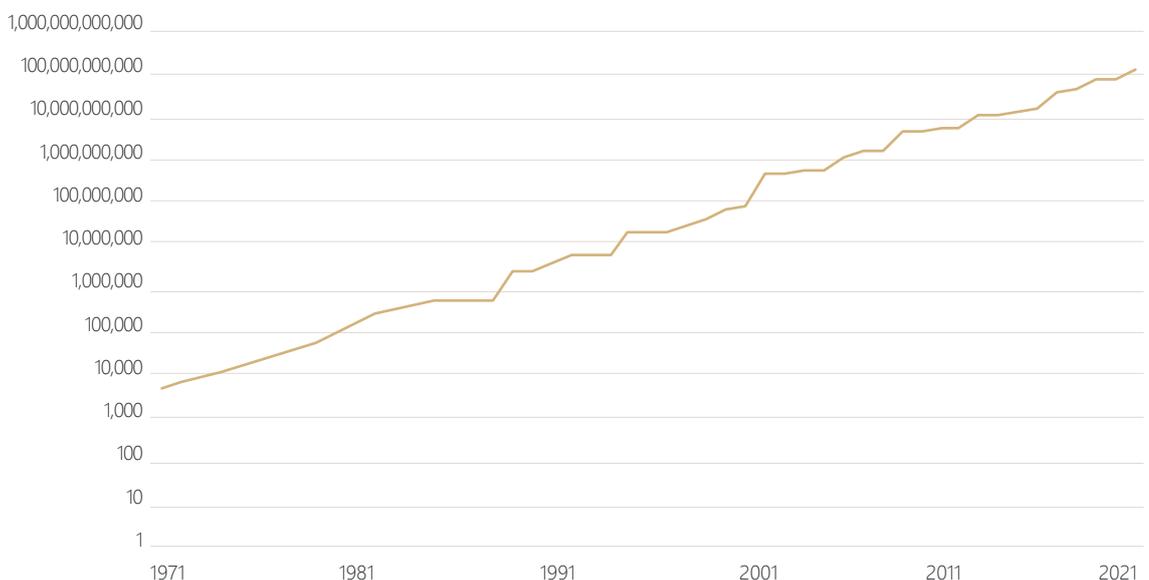
生成式人工智能在過去幾十年中取得了顯著進展，但真正引起全球關注的是於2022年ChatGPT的公開發佈。如圖3(第21頁)所顯示，許多公司正在乘著這股浪潮；美國公司在財報電話會議中提到AI的次數從ChatGPT推出前的不到500次激增至今天的超過3,000次。相比之下，歐洲和亞洲公司在AI採用方面似乎落後，每季度提到AI的次數在500到900之間。

美國和歐洲之間的差距可能歸因於行業分別，因為美國擁有許多處於AI發展前沿的科技公司。然而，這表明AI的影響對美國公司可能比對歐洲公司的影響更為顯著。儘管中國、韓國和台灣擁有許多AI專家，但亞洲公司在財報電話會議中提到AI的次數顯著較少，這進一步證明了美國在AI領域的主導地位。

生產 vs. 自動化和任務互補性

公司可以通過生產及其整個生態系統或通過任務自動化受益於人工智能（AI）。事實上，從半導體製造商到硬體和軟體公司的科技公司都準備增加利用AI。然而，公用事業公司可能成為下一個主要受益者。AI模型需要大量數據進行訓練，需要提升晶片的性能，因此對電力的需求不斷增加。難怪像德州電力公司Vistra這樣的能源公司在2024年股價飆升。同樣，OpenAI的創始人Sam Altman成為加州專門從事小型核反應堆的公司Oklo的董事長，突顯了AI和能源領域的關連。

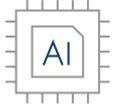
圖2：每個微處理器的晶體管數量（對數刻度）



來源: Our World in Data, 東方匯理財富管理。



自動化和任務互補性將影響多個行業，其中服務業可能受到最大的擾亂。這些行業雇用了認知密集型職業中高學歷的工人，使其更容易與AI容合。例如，在媒體行業，AI可以增強內容創作，而在金融行業，AI可以用來改進風險管理、檢測詐騙行為並提供個人財務建議。



100億美元：
人工智能的成本會否變得太昂貴？

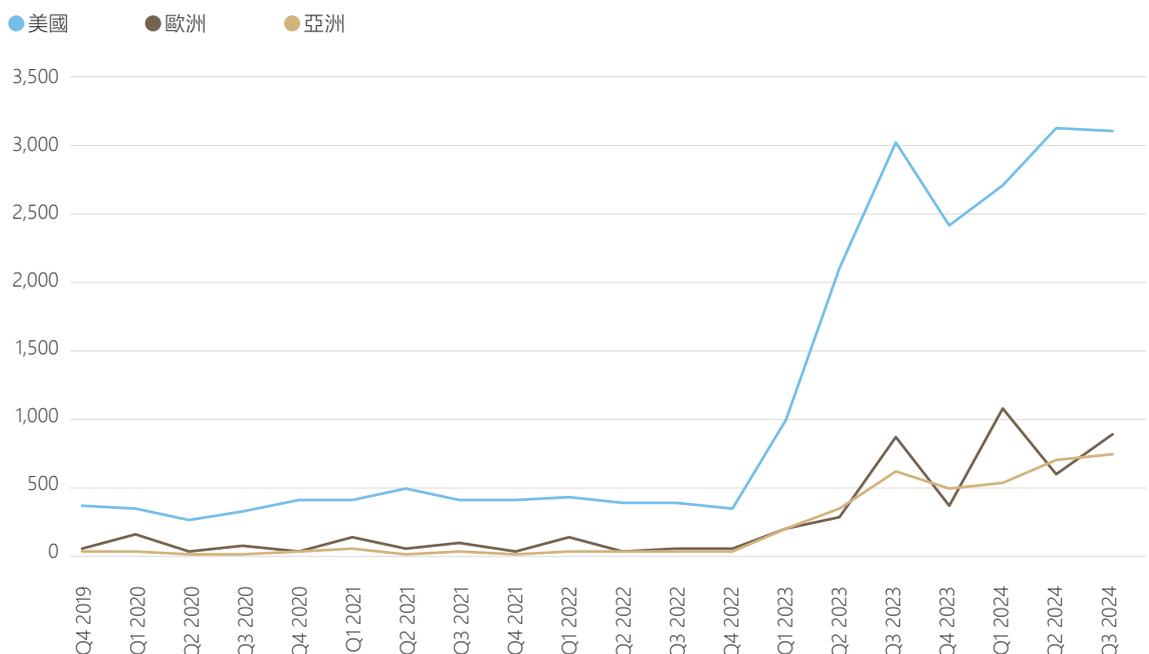
提高生產力不應以任何代價為成本。目前，訓練一個生成式AI模型的成本約為1億美元，根據AI公司Anthropic的首席執行官兼前OpenAI研究副總裁Dario Amodei所說，相關成本可能會增加十倍甚至千倍。這種不斷上升的費用帶來了一個風險：未來AI模型的開發可能變得過於昂貴，從而對創新企業構成重大障礙。

機器人的崛起，下一個前沿？

最後，除了能提高生產力（並可能取代）高技能工作的生成式AI外，下一個主要趨勢可能是開發能夠執行低技能任務的機器人，例如垃圾收集或礦山開採。目前預測高技能機器人的經濟影響可能為時過早，因為它們的商業化還需要幾年的時間。

在過去兩年中，AI一直是投資者關注的焦點，推動了我們工作和互動方式的結構性變革，並影響了全球經濟和投資格局。然而，AI的發展速度和採用速度之間可能存在差距。雖然本文的語法已通過生成式AI進行了優化，但讓我們在一年後再聚，看看我們的2026年全球展望是否完全由AI和機器人撰寫！

圖3：美國和歐洲公司在財報電話會議中提到AI的次數



來源: Bloomberg, 東方匯理財富管理。



Hans BEVERS
Chief Economist
Degroof Petercam

正如天文學家研究星光以了解宇宙的歷史，經濟學家通過研究R星的概念來揭示塑造其過去演變的力量。此外，R星還提供了一個從結構性角度討論利率水平的框架。在一個快速變革的世界中，我們能對R星的未來走向說出任何有意義的話嗎？還是這只是徒勞的希望，只有（R-）星塵殘留？



R星
在
2010年代降
至1%
以下

R星：概念及其相關性

R星，或稱自然利率，是一個關鍵的宏觀經濟概念。它獨立於央行行動，代表了當經濟在充分潛力下運行、通脹穩定（約2%）且充分就業時的實際利率。本質上，R星是既不刺激也不抑制經濟活動的均衡利率。

央行利用R星來設定利率。將當前的實際政策利率與R星進行比較，有助於確定貨幣政策是擴張性還是緊縮性。具體來說，如果當前利率低於R星，則意味著政策是擴張性的；如果高於R星，則如同2023年和2024年大多數國家的情況，是緊縮性的。因此，R星指導了及時的政策調整以維持經濟穩定。

對於投資者來說，R星可以幫助做出明智的決策，從而實現最大化回報。例如，在低利率環境下，投資者可能會決定將資金分散，投入可能提供更高風險調整回報的金融工具。R星還可以幫助投資者評估其投資組合中的潛在風險。例如，期限較短的債券投資組合對於結構性利率上升的環境敏感度相對較低。

R星的概念最早由瑞典經濟學家克努特·維克塞爾在19世紀末提出，並影響了1930年代約翰·梅納德·凱恩斯的工作。這兩位經濟學家都理解，自然利率基本上由儲蓄和投資之間的平衡決定。當儲蓄的需求超過投資需求時，自然利率往往會下降。相反，當投資需求相對於儲蓄需求較高時，自然利率則會上升。

回顧R星：過去的力量

儘管R星的準確測量非常困難，但經濟學家普遍認為，在疫情前的四十年裡，R星顯著下降。根據紐約聯邦儲備銀行的估計，先進經濟體的均衡實際利率在1970年代末至1990年代初平均約為3%，而在2010年代降至1%以下。然而，應注意的是，這一數字隱藏了不同地區之間的顯著差異。R星在所有先進經濟體中都有所下降，但在歐洲的變化更為顯著。儘管美國的R星從1990年代中期的2.5%下降到疫情前夕的約1%，但在歐元區則從約2.5%降至僅0%。

從長期角度來看，R星的最佳解釋方法可以說是潛在增長。較慢的經濟增長意味著對投資的預期回報較低，因此導致投資需求下降。同時，由於較弱的增長前景削弱了預期收益，這導致（前瞻性）家庭消費減少並增加儲蓄。然而，在中期範圍內，潛在增長並不是唯一的驅動因素。圖4(第23頁)顯示，2010年代R星的下降比潛在GDP增長的下降更為陡峭。事實上，由於家庭和公司在全球金融危機後努力修復資產負債表，反映出人們對儲蓄的需求強於投資，這對R星施加了額外的下行壓力。

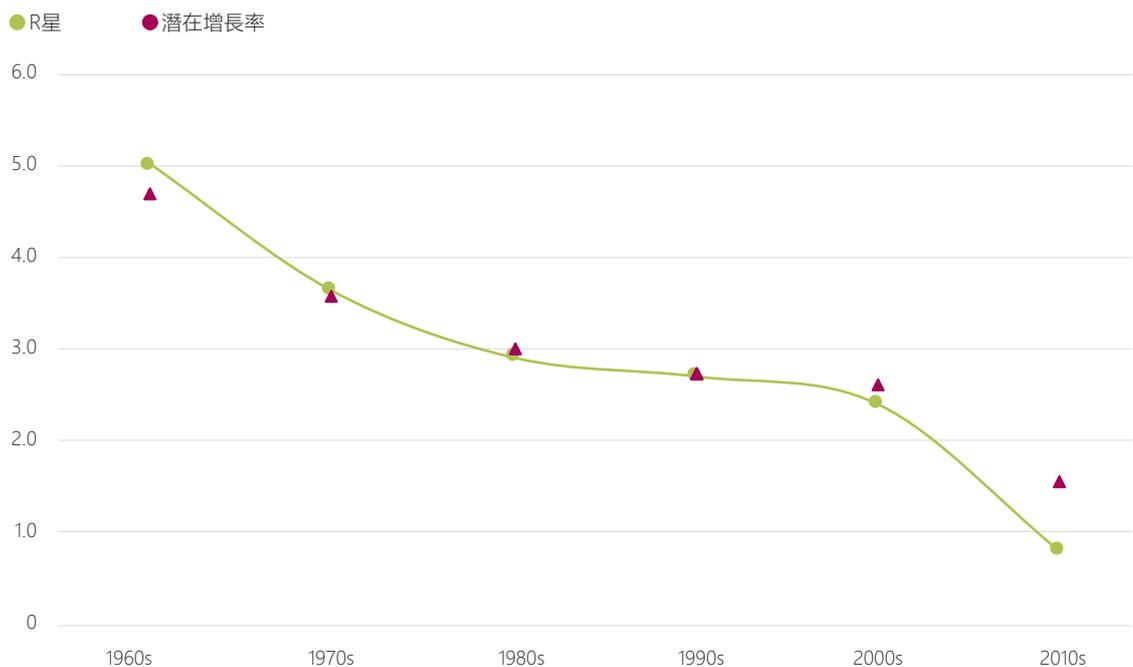


更詳細地考慮長期前景，經濟研究承認人口變化的主要重要性（儘管對確切貢獻存在不確定性）。先進經濟體的人口老齡化導致工人為退休做準備增加儲蓄。隨著進入勞動力市場的新工人減少和人口增長放緩，對基礎設施的額外投資需求也減少了。除了人口老齡化外，生產力增長的放緩（以及公共投資的下降）通常被認為是R星長期下降的另一個主要原因。事實上，近幾十年的生產力增長相當令人失望 - 自本世紀初以來，經合組織國家的年均增長率僅為1%，而在此前的25年中為2% - 這降低了對投資的預期回報，削弱了未來投資的吸引力，從而拖低了自然利率。

瞄準R星：未來會怎樣？

通常情況下，當在討論未來，才會增加早期謹慎的表達。一些人認為討論R-star（中性利率）完全沒有意義，因為這個水平無法直接觀察。但這種觀點關鍵忽略了一個重要因素：作為政策制定者或經濟學家，擁有一個框架或理論是不可或缺的，無論不確定性有多大。正如美聯儲主席傑羅姆·鮑威爾都著名的俏皮話所說：“我們在多雲的天空下按照星星導航。”金融投資者也不能坐以待斃。總而言之，直觀地說，有幾個理由認為R-star已經從最近的低點上升（而且可能還會更高）。

圖4：北美和歐元區的R星和潛在增長率，%



來源：紐約聯邦儲備銀行、經濟合作與發展組織 (OECD)、歐洲委員會，東方匯理財富管理。

註：美國、加拿大和歐元區的GDP加權平均 (1990年代前使用歐元區潛在增長的替代指標)。



目前美國R星的
估計值約為
1.5%

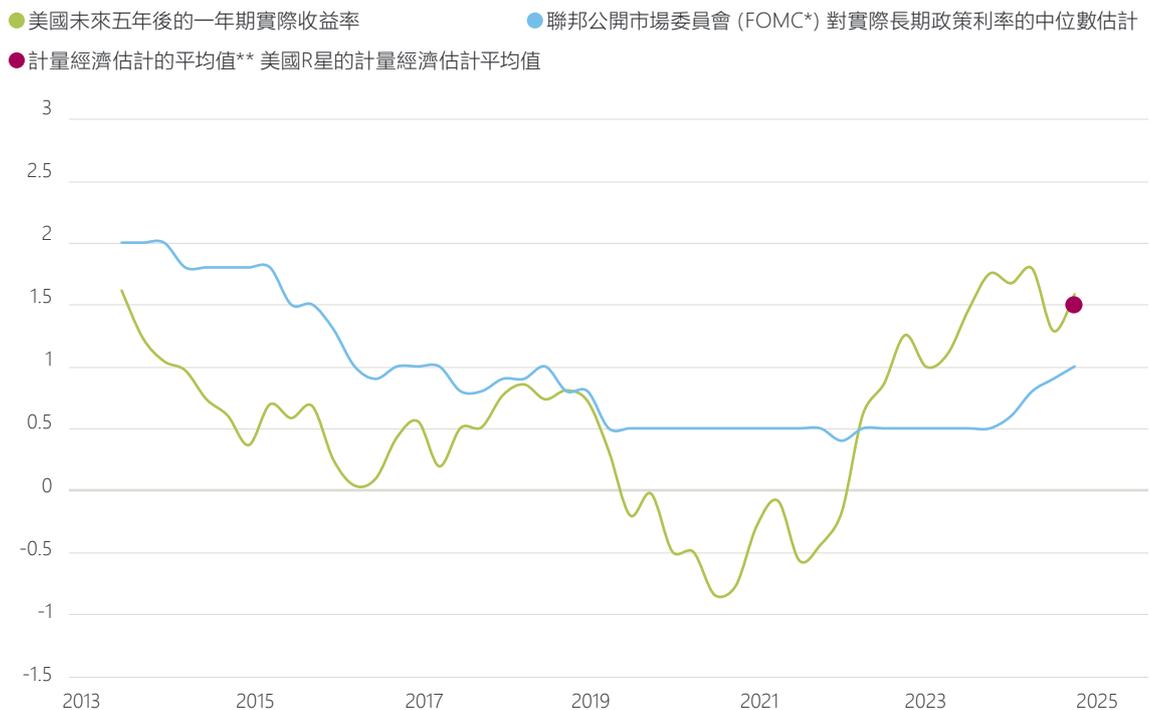
首先，隨著私人資產負債表修復過程（即去槓桿化）的結束，一個重要的壓低R星的因素已經消退。此外，面對重要的結構性發展，包括能源轉型、地緣政治緊張局勢加劇以及AI的快速傳播，似乎對更多私人和公共投資有迫切需求。隨著時間的推移，後者也可能成為一個重要的創新來源，從而提高生產力增長和潛在回報。而且，儘管人口和就業較慢增長對未來潛在增長有負面影響，但預計老齡化人口將推動家庭儲蓄的長期下降。事實上，過去四十年來，四五十歲的高儲蓄人群穩步增長，而在未來二十年內，這一人群預計將萎縮。

另一個值得考慮的原因是，全球經濟活動在過去兩年中的激進貨幣緊縮過程中以及隨後保持了韌性（甚至在美國表現出顯著強勁）。同時，珍妮特·耶倫和傑羅姆·鮑威爾都認為生產力和潛在增長可能已經提高，而在永久性更高的財政赤字條件下，R-star可能正面臨上行壓力。

這種觀點似乎確實逐漸地也滲透到美聯儲對實際政策利率的長期預測中。金融市場定價和最近的計量經濟學估計也更明確地指向更高的均衡利率（圖5）。最近對美國R-star的計量經濟學估計約為1.5%。相比之下，在歐元區，如果我們尊重與美國的疫情前差距，這一數字更可能約為0.5%。

在估計R星時，謹慎和謙遜仍然是必要的，但2010年代極低利率環境似乎不太可能很快回歸，至少在結構上不會。這一情景並沒有寫在星星上，但如果成真，政策制定者將會非常高興。這將意味著貨幣政策在經濟衰退期間不易達到（零）下限，從而減少了大規模量化寬鬆（QE）的需求。這對“人為”低利率的抱怨也會減少。而假如超低利率環境確實回歸，與當前預期相反，你可以解釋說“自然”利率反映了結構性力量，超出了央行的控制範圍。

圖5：美國未來較高實際均衡利率的跡象



* FOMC: Federal Open Market Committee.

** 模型包括: Del Negro et al, Lubik 和 Matthes, Holston-Laubach-Williams, Johanssen 和 Mertens, Lewis 和 Vazquez-Grande.

來源: Federal Reserve, Bloomberg, Goldman Sachs, 東方匯理財富管理。



Lucas MERIC
Investment Strategist

近年來，全球經濟格局特徵是政府債務增加、通脹上升和經濟分裂，重新燃起了關於“去美元化”的討論。這一趨勢反映了新興國家強烈希望減少對美元依賴的願望。儘管美元顯著下跌的前景看似雄心勃勃，但這些結構性變化和多元化策略已推動2024年金價創下新高，強調了在投資組合中擁有實物資產的重要性。



54%

的全球GDP與

美元
掛鉤

權力的遊戲：無可匹敵的美元

去美元化的主題自從美元成為國際儲備貨幣以來一直是一個反覆出現的話題。法國財政部長Valéry Giscard d'Estaing在1971年首次提到了美元的“過度特權”，強調了其在全球金融體系中的核心作用。這一特權允許美國在不損害美元價值或其借貸能力的情况下，持續保持赤字，這得益於外國對美元計價資產的需求。

然而，近年來，由於持續的通脹政策、債務不斷上升以及新興國家希望分散其對美元的依賴，這一美元霸權面臨著來自國際行為體的日益挑戰——尤其是在2022年對俄羅斯實施金融制裁之後。去美元化的一些跡象已經顯現；例如，外國中央銀行儲備中的美元份額近年來逐漸下降，而一些新興國家則加強了非美元能源的購買，尤其是俄羅斯石油。

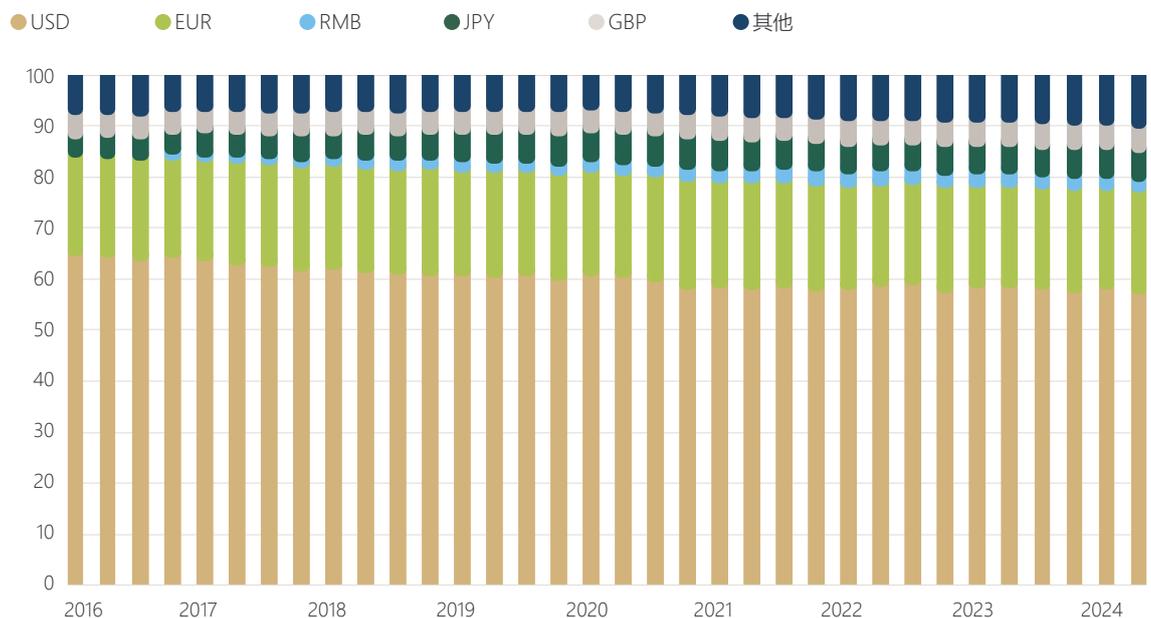
話雖如此，如果我們退一步看，目前美元的主導地位依然無可匹敵。美元仍然佔據58%的官方外匯儲備（圖6第26頁），近一半的國際債務證券是以美元計價，約90%的國際交易涉及美元，47%的跨境銀行債權是以美元計價。此外，54%的全球GDP與美元掛鉤。這種主導地位由強大的基本面支撐：美國是世界上最大的經濟體，佔全球GDP的25.4%，並且在技術創新方面繼續領先。美國提供了深厚且流動性強的金融市場，其債券市場佔全球債券市場的40%，且沒有資本管制，法治健全，使美元成為通往世界上最具競爭力經濟體和無與倫比的外國投資工具的門戶。



儘管這些優勢在與其他潛在儲備貨幣相比時無可爭議，但有人可能會認為，自美元首次成為國際儲備貨幣以來，美國在全球經濟中的份額已經下降——從1945年的50%下降到2024年的25%——而中國目前佔全球GDP的17%，預計將在2038年成為最大的經濟體（根據經濟與商業研究中心的預測）。這可能為人民幣挑戰美元作為主要國際貨幣的地位鋪平道路。然而，重要的是要注意，人民幣的國際化目前遠不及美元——僅佔全球中央銀行外匯儲備的3%，國際貿易的7%和國際債務證券的5%——這主要是由於資本管制。

此外，僅僅預測中國經濟超過美國並不能保證人民幣的即時主導地位，因為貨幣地位的歷史性轉變通常需要時間。例如，美元在1945年取代英鎊成為主要國際貨幣時，美國經濟已經是英國的五倍。這種轉變主要是由重大危機催化，而不是基本面的逐步變化。

圖6：全球儲備貨幣的份額，%



來源：國際貨幣基金組織 (IMF) 儲備貨幣組成 (COFER)，東方匯理財富管理。



漫步在金色田野

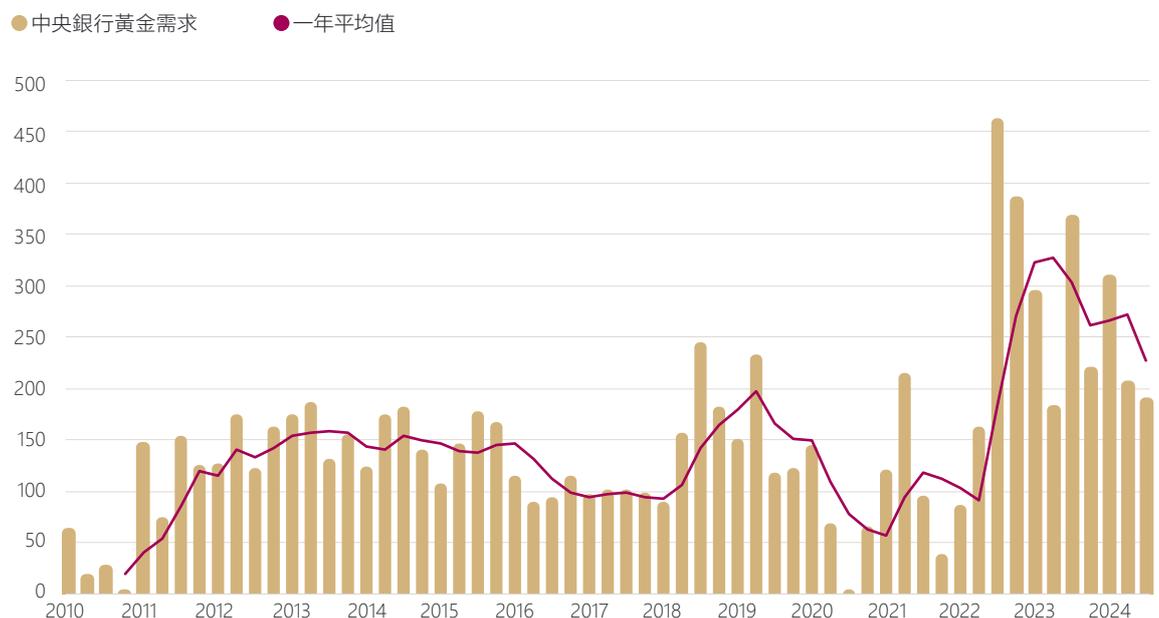
美元多元化的主要受益者是黃金，儘管自2022年以來實際利率大幅上升，黃金在2024年（截至2024年10月）仍表現強勁，飆升了35%。這一飆升部分是由於中央銀行對黃金的強勁需求，以多元化其官方儲備（圖7）。新興市場的中央銀行，特別是中國、波蘭、印度和土耳其，是重要的買家，尋求更大的美元獨立性，因為美元有時被視為政治和經濟戰爭的工具，這在2022年凍結俄羅斯美元資產的事件中得到了證明。儘管中央銀行的需求已從2023年的峰值開始減少，但2024年6月世界黃金協會的中央銀行調查顯示，81%的中央銀行預計全球黃金儲備將在來年增加。新興市場中央銀行黃金儲備的增長也反映了趕上先進經濟體的努力，截至2021年底，先進經濟體的官方儲備中有17%是黃金，而新興國家僅為7%。

除了地緣政治關注之外，推動黃金的動力反映了人們對政府債務增加和貨幣供應增長的結構性轉變的更廣泛擔憂。自2019年以來，美國債務與GDP的比例從79%上升到2024年第二季度的97%，而國會預算辦公室預計到2034年將上升到116%。這一趨勢讓投資者對美國債務的可持續性產生了擔憂。雖然美元的儲備貨幣地位使美國的赤字融資相比其他國家更為容易，但人們擔心應對日益增長的債務負擔可能涉及更多的通脹政策，可能導致所謂的“貨幣貶值”。

歷史上，貶值是通過將貴金屬與低價金屬混合來增加貨幣流通量；例如，羅馬皇帝們從公元64年尼祿時期的硬幣銀含量90%逐步減少到公元三世紀的僅2%，以資助戰爭。在現代經濟中，貶值表現為中央銀行的大量貨幣創造，特別是自1971年貨幣不再與黃金掛鉤以來。這導致了貨幣購買力的機械性喪失。考慮到實物資產時，對比尤為鮮明（圖8第28頁）：1924年，美國的平均房價約為1萬美元，相當於當時的500盎司黃金。今天，1萬美元在美國幾乎買不到一輛車，而500盎司黃金的價值超過一百萬美元。


新興市場
中央銀行
僅持有
其儲備的
7%
作為
黃金

圖7：全球中央銀行對黃金的需求，黃金噸數



來源：世界黃金協會，東方匯理財財富管理。



一個
不確定的世界
是否支持
“全天候”策略？

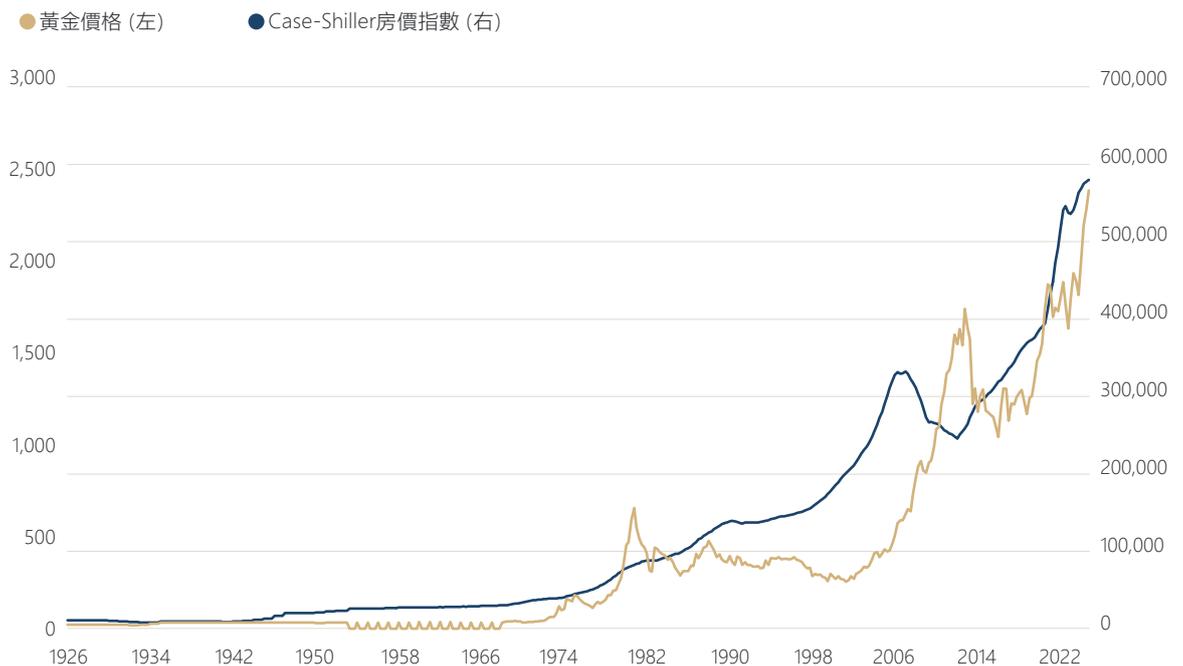
這種分歧突顯了黃金作為通脹對沖工具的吸引力，強調了理論上供應無限的資產（美元）與供應半有限的資產（黃金）之間的區別。在這種背景下，一些現代資產，如某些加密貨幣（例如比特幣），因其有限的供應量而受益，導致一些投資者將其視為對抗貨幣擴張的“避險”工具。

變革中的世界。保持真實？

儘管“去美元化”的擔憂可能顯得言過其實，但全球經濟正經歷顯著的結構性變化，特徵是地緣政治風險上升和政府債務激增。這種組合自2022年以來推動了黃金的上漲，這些因素可能在未來幾年內仍將是投資者關注的焦點。2021年，美聯儲將其通脹目標從2%改為平均通脹目標，允許出現超出目標的時期。在這種背景下，更具通脹性的政策可能成為更被接受的解決債務負擔的方法，這進一步強化了實物資產的結構性理由，特別是黃金，作為對抗“貨幣貶值”的對沖工具。

從投資組合構建的角度來看，一個更加分裂、地緣政治風險上升和經濟政策不確定的世界可能導致更頻繁的供應衝擊，從而引發通脹波動——類似於2022年經歷的滯脹衝擊，導致股票和債券市場的調整。這種不受歡迎的正相關性使投資者失去了傳統的債券對沖工具。在長期來看，一個更加不確定的世界可能有利於“全天候”策略的支持，這種策略的投資組合不僅包括股票和債券，還包括更廣泛的資產基礎，特別是黃金或商品等實物資產。

圖8：自1925年以來黃金與房價的比較



來源: Longtermtrends.net, 東方匯理財富管理。



Francis TAN
Chief Strategist Asia

面對中國GDP增長挑戰和房地產困難的背景下，貿易緊張局勢加劇和全球政治不確定性正在促使經濟戰略轉變。悲觀者認為政策力道不夠，樂觀者則認為這些政策對於穩定經濟至關重要。東盟將從這些變化中受益，利用人口優勢和市場友好的改革，成為全球供應鏈中的重要選擇。



中國製造業佔
GDP的
38%，
而服務業佔
55%

中國政策支持標誌著強勁的轉折

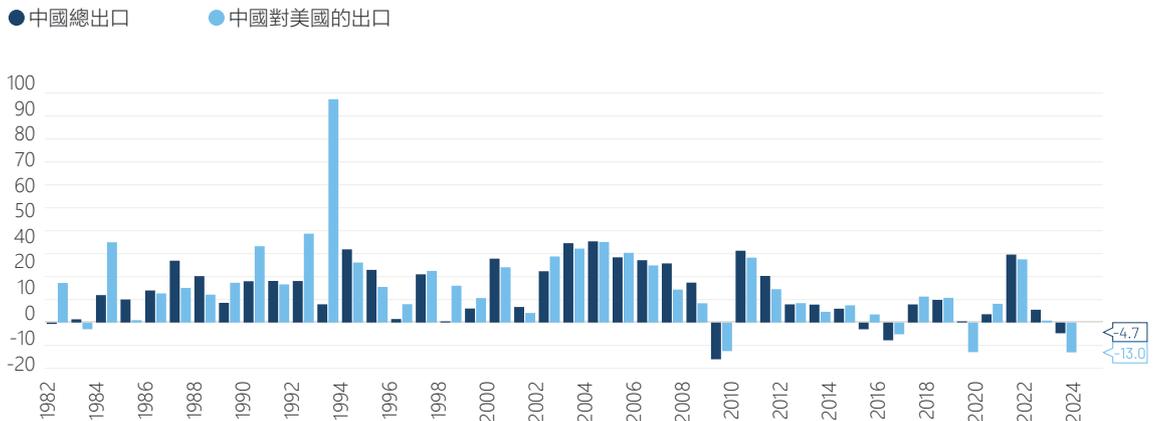
儘管中國的實際GDP增長在2024年保持在“約5%”，許多人仍擔心看似永無止境的房地產問題拖累了投資和消費增長。

在國內，中國的消費者信心徘徊在歷史低點，而70個城市的住宅價格指數持續收縮。

在國外，2024年（選舉年）的政治不確定性使得全球領導人透過攻擊過去幾十年全球化的受益者 - 中國來爭取更多選票，建立強大的貿易防波堤，例如針對出口經濟體徵收關稅以提高選票數。。因此，2023年中國對全球的出口下降了4.7%，對美國的出口下降了13%——這在非經濟衰退年份中是罕見的（圖9）。

這種對中國增長雙引擎（國內和外部）的負面影響促使中國政府在2024年底採取強力的政策推動。甚至在近年來美國主導的貿易緊張局勢出現之前，工業結構調整就已導致，製造業（“第二產業”）佔GDP的比重47%下降到目前的38%（圖10第30頁）。同時，服務業（“第三產業”）比重從44%上升到目前的55%。隨著中國預計其“雙循環”中的一個引擎（製造/出口）將因美國新政府的潛在言論下放緩甚至停滯，因此它必須大力支持另一個引擎（服務業/國內消費）。

圖9：出口收縮是一個警鐘，美元



來源: Macrobond, 中國海關統計信息中心 (CCS), 標普全球; 中國海關總署 (GAC), 東方匯理財富管理。



來自政策制定者的
任何支持消息
都比沒有消息好

製造業受挫，轉向服務業

中國的貨幣支持細節透明且公開，圍繞潛在的10萬億人民幣財政推動的細節可能會在2025年公佈。

事實上，來自政策制定者的任何支持消息都比沒有消息好。我們認為這標誌著一個轉折點，並表明遏制中國經濟進一步放緩的緊迫性。同時讓中國工業（特別是製造業）為進一步的貿易緊張局勢做好準備，尤其是在不斷變化的世界中。

悲觀者認為這些協調的政策來得“太少太晚”，但像我們這樣的樂觀者則認為這一大膽舉措是一個明確的信號，表明有意為股市估值設定底線、停止通貨緊縮過程並恢復消費者信心。我們將2025年中國GDP增長預測上調至4.7%（此前為4.2%），以反映政策支持。與此同時，我們預測2026年GDP增長為4.5%。

總體而言，我們對新興市場（EM）保持積極態度，中國將為這一資產類別提供額外且急需的引擎，並對亞洲其他地區，特別是東盟，產生積極影響。

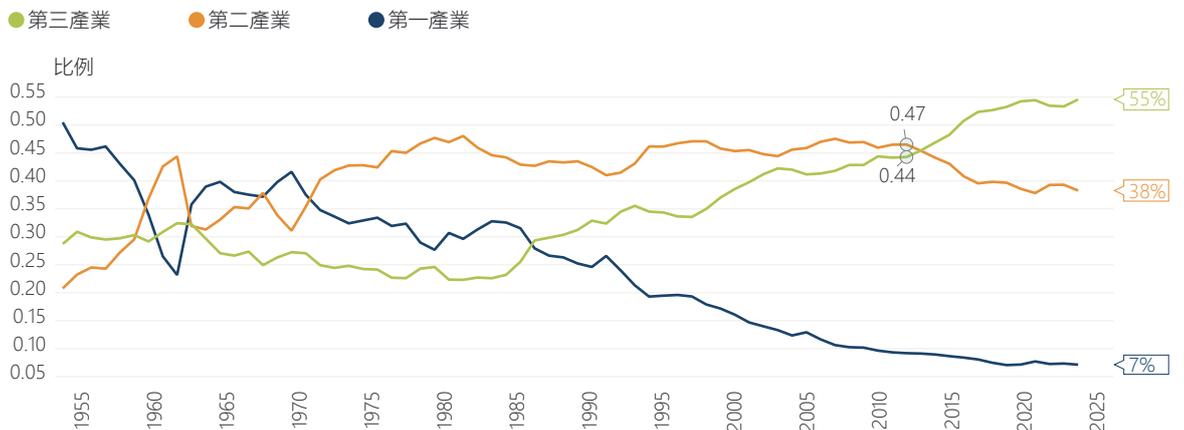
中國製造業向海外轉移，東協受益

中美之間不斷升級的貿易衝突以及COVID-19對供應鏈中斷促使企業重新評估其供應鏈。這導致了“近岸外包”的激增，即企業重組供應鏈，將製造業遷至離本土更近的地方。

我們預計這將是一個長期趨勢，可能使東盟國家受益，這些國家可以利用其有利的人口趨勢、豐富的勞動力和旨在促進貿易合作的政策改革。因此，“中國+1戰略”的主要受益者將是東盟經濟體。

從2018年到2021年，東盟國家對美國的出口已經增加了超過65%。投資者開始將東盟市場視為中國的可行替代方案。舉例來說，東盟連續三年創下外國直接投資（FDI）流入量和貿易總額的新紀錄，並在2023年（2263億美元）繼美國之後保持世界FDI流入量的首位。

圖10：中國實際GDP按部門貢獻劃分



來源: Macrobond, 中國國家統計局 (NBS), 東方匯理財富管理。



東盟地區在全球範圍內以最佳的人口紅利故事脫穎而出。該地區包括約2.24億年齡在15至34歲之間的個體，預計這一數字將持續增長至2038年。這一代數字原住民將在未來幾年繼續推動消費。教育水平顯著提高，除了緬甸（89.1%）和柬埔寨（84.7%）之外，所有東盟成員國的成人識字率都超過了90%。勞動力參與率也很強勁，超過65%。此外，該地區的貧困率下降和收入平等改善，這從基尼係數中可以看出。這一趨勢表明經濟增長的廣泛性，可能會維持長期的國內消費趨勢。

幾家大公司已經做出戰略決策，將其生產從中國轉移到東盟國家，反映出在各種經濟和地緣政治因素的影響下，近岸外包的更廣泛趨勢。例如，

- 三星已大幅擴展其在越南的製造設施，使該國成為其電子產品的重要全球生產中心。
- 耐克已將其大量的鞋類生產轉移到印度尼西亞和越南，利用這些市場上述的競爭優勢。
- 蘋果正在多元化其供應鏈，通過增加在印度和越南等國家的投資，計劃建立更多的製造基地。
- 英特爾已宣布計劃在馬來西亞投資新的製造設施，利用其熟練的勞動力和有利的商業環境。

以上展示了東盟國家在全球供應鏈格局中日益增長的重要性，隨著公司尋求優化其運營並減少潛在的脆弱性。

此外，該地區的市場友好型改革預計將顯著提升中期的股票表現。一些例子包括：

- 泰國：泰國的新國家投資基金具有政府擔保回報的獨特特點，已於2024年10月1日開始投資泰國證券交易所。
- 馬來西亞：馬來西亞透過向其金融特區的家庭辦公室（類似於深圳和迪拜的特區）提供0-5%的企業稅率，來鼓勵投資和經濟活動。該國還通過了全面的稅制改革，合理化補貼，控制公務員成本，並製定了3%的財政赤字目標，以吸引外國直接投資（FDI）並改善商業環境，特別是在半導體製造和數字技術等高價值行業。
- 印尼：印尼雄心勃勃的“2045黃金願景”計劃旨在將該國轉變為擁有更高工資、技能更高的勞動力，從而使其成為高收入國家。

面對日益加劇的貿易緊張局勢，全球經濟格局正在發生重大變化。各國現在接受這些緊張局勢成為新常態，促使它們調整和發展經濟戰略。這種調整體現在供應鏈的重組、市場友好型改革的實施以及尋求新貿易夥伴關係上。隨著各國適應這個變化的環境，它們正在尋找創新的方法來維持增長和增強韌性。最終，應對這些緊張局勢的能力將決定全球經濟的未來走向。我們對東盟在“中國+1”戰略中的未來持積極態度。



Fabrice DE SOUSA
Portfolio Manager



Laura CORRIERAS
Equity Portfolio Manager

應對氣候變化的戰鬥需要對我們生產和消費能源的方式進行深刻的重新思考。在能源轉型的關鍵驅動因素中，經濟的電氣化脫穎而出，成為一條必不可少的道路。通過在交通、工業和建築等關鍵領域用電力取代化石燃料，這一轉型旨在減少溫室氣體排放，同時促進可再生能源的增長。

與可持續發展目標保持一致

經濟電氣化涉及用低碳電力（理想情況下由可再生能源生產）取代化石燃料（石油、天然氣、煤炭）。這意味著能源的生產、分配和使用的變化。隨著電動車的興起，電氣化交通或許是這一現象最具代表性的例子。同時這一轉型也對其他行業有影響。傳統上大量消耗化石能源的重工業以及建築供暖系統也正在通過熱泵和電解等技術轉向電氣解決方案。

全球電氣化的目標非常明確：減少對化石燃料的依賴（因為化石燃料的開採和燃燒是溫室氣體（GHG）排放的主要來源），並使用由風能、太陽能或水力等低碳來源生產的電力。這一轉型對實現《巴黎協定》設定的氣候目標至關重要，需要把全球氣溫升高在2100年前限制不超過2°C。它不僅減少碳排放，還減少對化石燃料的依賴，從而增強能源安全。

電氣化還促進了先進解決方案的整合，如能源儲存、智能電網和大規模綠色生產（圖 11 第 33 頁）。所有這些進步都是政府和公司為了更加可持續的未來而做出的承諾。電氣化可通過穩定能源成本並限制與石油和天然氣價格相關的波動增強經濟韌性。

經濟電氣化的挑戰

經濟電氣化涉及多項關鍵挑戰，影響能源基礎設施、公共政策和經濟動態。

從環保角度來看，主要挑戰是減少溫室氣體排放。目前能源產業佔全球超過70%的二氧化碳排放量。把嚴重依賴化石燃料的交通和工業產業電氣化對於顯著減碳至關重要。通過使用「清潔」電力，可以大幅減少整體碳足跡。

然而，這一過渡在能源安全方面也帶來挑戰。太陽能或風能等可再生能源本質上是不穩定的，所以在基礎設施上應慎重考慮以確保電網的穩定性和韌性。儲能媒介如大型電池對於確保持續供應是不可避免的。

此外，經濟電氣化需要大量投資。這包括現代化電網，安裝額外和分散的可再生電力生產，以及部署電動車和熱泵等設備。



2022年，全球在電網現代化方面的投資達到

3千億美元



可持續經濟增長的驅動力

自1980年以來，電力需求已經增加了三倍，這一趨勢在近年來加速。由於人工智慧（AI）等技術進步、數據中心需求增加，以及某些產業的遷移或電動車的興起，這些因素共同塑造了一個快速轉型的世界。

根據國際能源署（IEA）的一份報告，全球數據中心的電力消耗預計到2026年將增加一倍，主要是由於與AI相關的複雜計算和加密貨幣的發展（相比之下，這一增長相當於德國目前的消耗量）。

根據麥肯錫的數據，美國數據中心的電力需求預計每年將增長15%至2030年（圖12第34頁）。同時，西方國家在經歷數十年的離岸外包後，重新工業化政策增加了對現有基礎設施的壓力。

能源需求的快速增長對於各國和企業來說，確保可靠和持續的供應是一個重大挑戰。

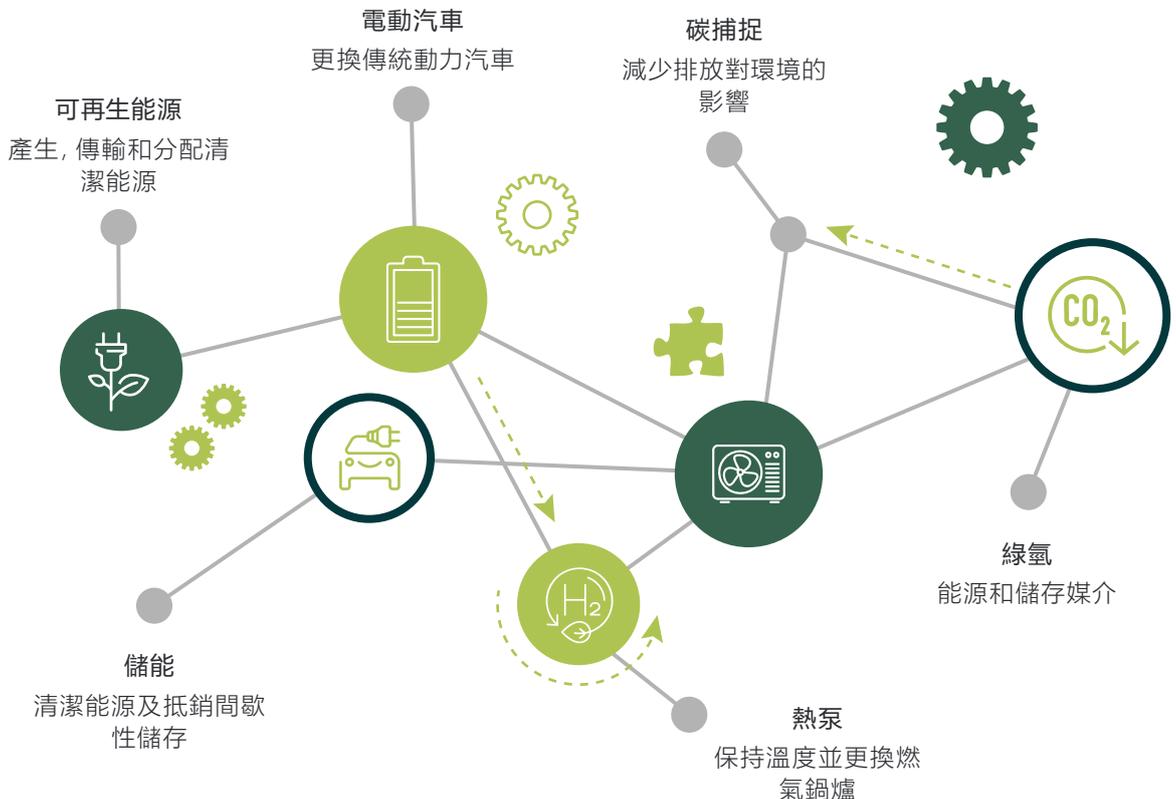
電氣化：具體機會範例

儘管挑戰重大，電氣化在多個行業中開啟了不俗的增長前景，這些行業將直接受益於這一轉型。電氣化不僅僅是一個概念，它已經在進行中。具體實例在各個行業中不斷增加，展示了這一轉型如何已經在進行中。

儲能技術（如電池）以及可再生和低碳能源的生產（太陽能、風能、核能）對於滿足不斷增長的需求至關重要。電網的轉型也是支持需求增長的一個基本因素。對傳輸基礎設施和智慧電網的投資允許更高效的能源管理和加強可靠性。

例如，運輸產業正在經歷一場深刻的變革，向電動車轉型。同時，許多政府（如挪威）已設定了雄心勃勃的目標，例如在2025年前禁止銷售內燃機汽車。

圖11：電氣化應用的6個實例



來源：東方匯理財富管理。



96.4%:
挪威電動車
滲透率⁵

能源效率解決方案發展的加速也為鋼鐵和水泥生產等行業提供了新的工業機會。像瑞典的HYBRIT計劃這樣的試點項目旨在利用來自可再生電力的氫氣生產無碳鋼。在歐洲，幾家大公司正在投資氫氣，以去碳化能源密集型過程，如氨生產、精煉和化學品製造。Thyssenkrupp和ArcelorMittal正在試驗使用綠色氫氣來減少鋼鐵生產中的鐵礦石，這一過程最終可能取代煤炭。面對不斷增長的能源需求，特別是與AI相關的需求，美國科技巨頭現在轉向核能作為可持續解決方案。例如，微軟與核電領導者Constellation Energy合作，以確保穩定和低碳的供應。

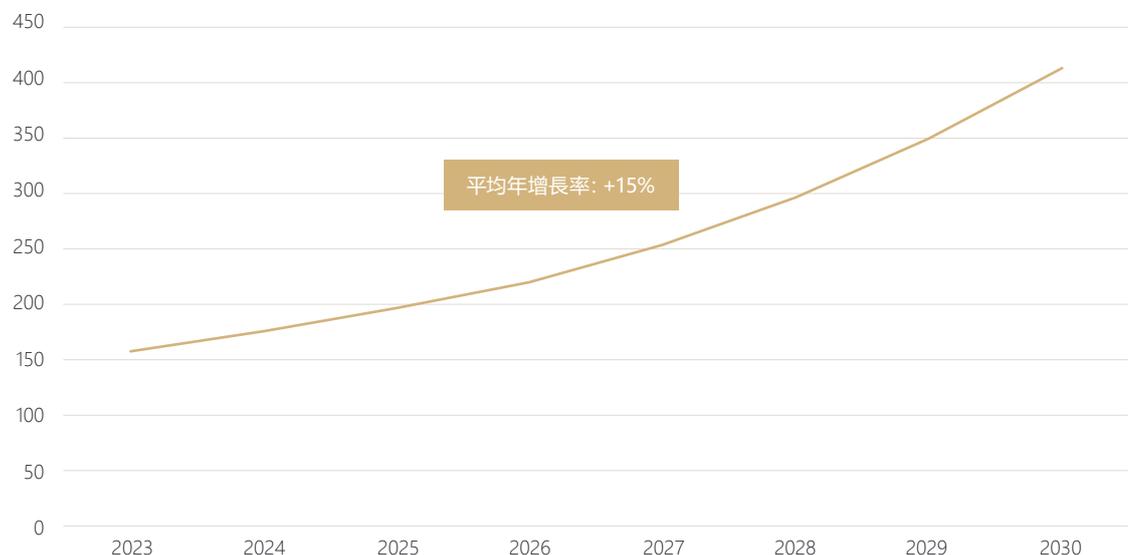
結論

經濟電氣化是應對能源轉型挑戰和滿足變革世界需求的重要一環。通過對關鍵產業的減碳和加速採用可再生能源，不僅能減少了二氧化碳排放，還促進了新經濟產業的發展並增強了國家的能源韌性。儘管面臨挑戰，但這一電氣化帶來的機會是巨大的，猶其是對於能夠把握這一技術和環境轉折點的投資者和企業來說。全球經濟的未來無疑將會大規模電氣化。

根據法國人的平均電力消耗（來源：法國能源管理和環境署，ADEME），撰寫這篇文章大約需要3800瓦的。電力，相當於一個電暖器運行2小時所消耗的能量。

圖12：美國數據中心的電力需求

(單位：太瓦時，TWh)



來源：麥肯錫能源解決方案《全球能源展望2023》東方匯理財富管理。

5 - 在2024年9月。



Nicolas RENAULD
Global Head of Private
Markets



Remy POMATHIOS
Head of Private Markets
Investments



Matthieu ROUMAGNAC
Head of Real Assets
Investments

在過去兩年中，更高的利率顯著擾亂了私募市場的活動，為交易和退出創造了一個充滿挑戰的環境。隨著臨近年底，我們可以清楚地看到，併購（M&A）活動在2024年開始重新獲得一些動力。改善的金融市場條件和通脹的下降為投資者帶來了初步的樂觀跡象；這可能是在這個變革中的世界環境下私募市場的一個轉折之年。以下，我們將重點闡述我們對2025年這個資產類別各細分領域的預測。



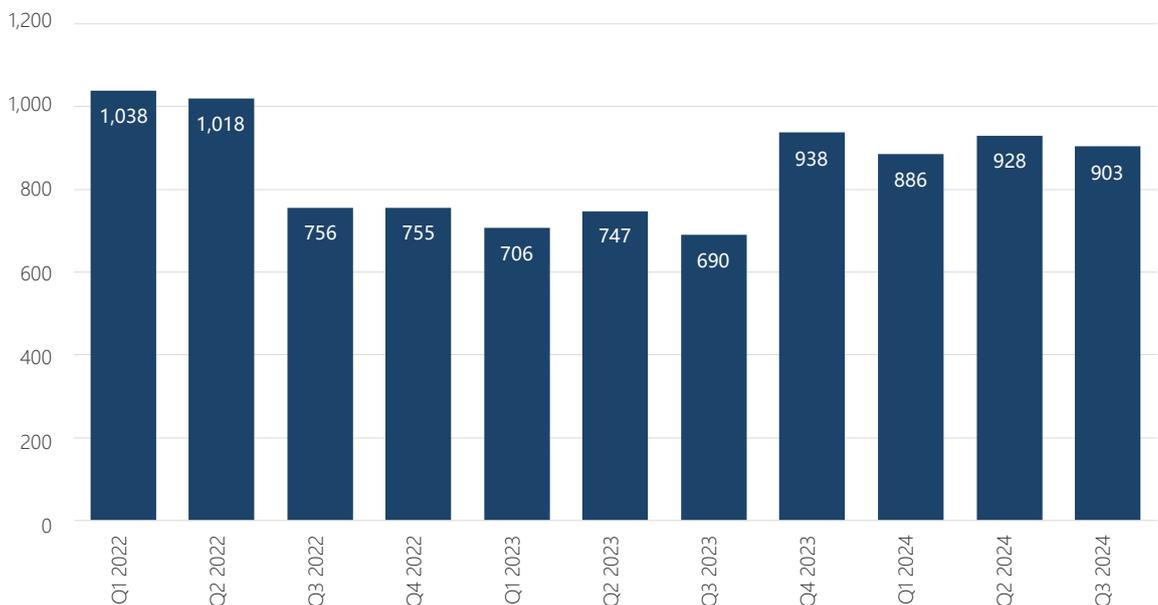
截至2024年9月，
併購交易量
上升了27%

併購市場回升

隨著貨幣政策從緊縮轉向寬鬆，加上融資供應的回升，最初在2023年最後一季開始的併購市場復甦在2024年繼續獲得動力。戰略買家和金融買家都利用買賣差價縮小的優勢恢復了交易活動，這最終導致併購交易在年初至今（截至2024年9月）的交易價值上升了27%（圖13）。

回顧我們去年對私募市場的展望，我們預計2024年將是併購市場的轉折之年，但我們相信，隨著預期歐洲和美國進一步降息，2025年將會有進一步的加速增長。當然，這是假設不會有重大的宏觀經濟擾動或地緣政治緊張局勢過度升級的情況下。

圖13：全球併購活動按季度劃分，單位：十億美元



來源：PitchBook全球併購報告2024年第三季度，東方匯理財富管理。



并購基金正引領潮流

在2024年，并購基金在交易活動方面最為活躍，全球各地的交易量都在增加。這一增長特別體現在大型并購市場上，完成了幾起數十億美元的收購（尤其是在軟體領域），這一細分市場在2023年完全沉寂。這得益於大型銀行在貸款市場上的回歸，這從槓桿貸款量的強勁上升（圖14）以及更低的融資成本中得到了證明。

在退出方面，并購市場略低於長期平均水平，但在今年展現了一定的韌性，季度退出量穩步增加，這主要得益於美國的強勁反彈。需要注意的是，買家再次明顯集中於最高質量的資產，這些資產的競爭和定價相對較高。我們相信，基於幾個市場趨勢，2025年的退出速度將顯著加快：（1）并購投資人持有的大量資金（超過1萬億美元）在過往兩年低迷活動後等待部署，（2）有限合夥人要求流動性以便重新投資於新基金的壓力，以及（3）中央銀行預期基準利率降低後并購市場的持續回升。

談到創投，情況相對不同，交易活動大致與2023年的水平一致，此前經歷了從2021年行業高峰期後兩年的穩步下降。2022年開始的市場定價調整仍在進行中，而創投基金面臨的最大挑戰是缺乏退出。我們認為投資者在這一細分市場應保持謹慎和極其選擇性，但我們認為目前市場在估值進入點方面更健康，這應該會為買方提供有趣的機會。

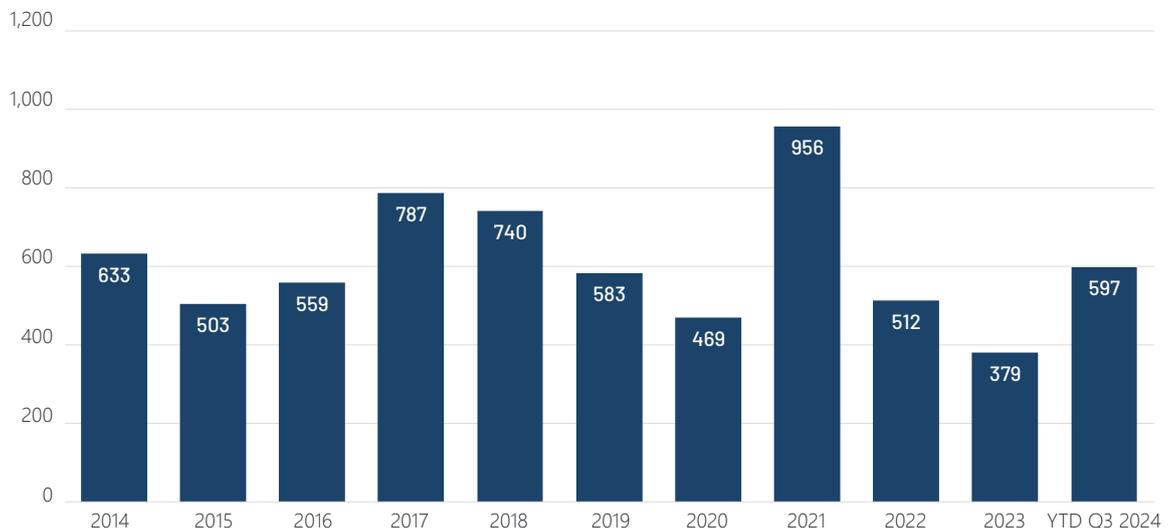
私募信貸，市場正在正常化

自2022年以來，從績效和募資的角度來看，私募信貸基金顯然是利率上升的受益者。

隨著（i）銀行重返槓桿貸款市場以及（ii）首批中央銀行降息的綜合影響，我們在2024年看到收益率開始下降，這顯著推動了再融資活動。隨著進一步降息在望，我們預計這一趨勢將在2025年繼續，因此將降低私募信貸基金的預期回報。然而，隨著通脹正常化，實際收益率從絕對數值的基礎看仍將保持吸引力。

儘管在2022年和2023年，由於大量資金的流入和機會稀缺，我們對優先債策略持更謹慎態度，但隨著利率正常化和并購活動的回升，市場現在正在正常化，這支持了槓桿貸款市場。

圖14：槓桿貸款新發行量（美國和歐洲），單位：十億美元



來源：LCD全球槓桿金融報告（2024年第三季度），東方匯理財富管理。



2024年，
二級私募市場走向
創紀錄的一年

最後，我們認為，半流動形式的優先私募信貸策略特別具有吸引力，提供了一種保護、流動性和績效平衡且吸引人的組合。

基礎設施，一個具有韌性的細分市場

至於其他私募股權策略，基礎設施資產的交易活動在2023年無論在價值還是交易數量方面均下降了約20%。當查看2024年前三季度時，我們看到活動水平的反彈跡象，特別是在交易數量方面，這表明 (i) 投資者對於較小交易的偏好，這些交易對融資的依賴較低，或/和 (ii) 資產估值的下降。2024年基礎設施基金的募資保持了相對的韌性，但需要謹慎的是，大量資金流入被巨型基金所吸收。

自2021年高峰以來，估值重置在可再生能源領域尤為明顯，我們認為這使得現在成為這些資產更具吸引力的進入點。在數字基礎設施方面，人工智慧的顯著突破預計將在2025年進一步加速，隨之而來的是對更多數據中心容量的需求。

總的來說，我們對基礎設施未來幾年的前景保持樂觀，因為這一資產類別預計將繼續獲利于能源轉型、數字化轉型和移動性需求的巨大趨勢。納稅人資金的稀缺意味著私募資本正在填補這一世代投資機會的空白。總體而言，我們堅信在2025年，所有電氣化技術應該成為基礎設施投資者的關注焦點。

二級私募市場，在這一環境中的明顯贏家

二級私募市場在2024年非常強勁，預計總次級交易量將達到約1,400億美元，這將比2023年增長約25%，並創下該行業的歷史新高。這一強勁的活動來自於 (i) 有限合夥人 (LP) 尋求流動性以彌補分配不足，從而出售其投資組合中較成熟基金的股份，以及 (ii) 普通合夥人 (GP) 在GP主導的領域更為活躍，通過持續基金對其表現最佳的資產產生流動性。

二級私募市場在過去二十年中顯著發展，從以前的利基市場轉變為更廣泛、更具流動性和更為複雜的市場。我們預計二級私募市場在未來幾年將繼續發展和擴展，基於 (i) 在過去十年中私募市場資產類別管理資產規模的強勁增長，這自然應該增加二級私募市場參與者的機會，以及 (ii) 投資者在傳統上流動性較差的投資領域對流動性的日益需求。我們預計這個市場在未來幾年將達到超過1,500億美元的。



06 |

全球覆蓋



品牌故事

Indosuez Wealth Management 是法國農業信貸集團 (Crédit Agricole) 的全球財富管理品牌，該集團是世界第九大銀行 (根據The Banker 2023年排名)。超過150年來，Indosuez Wealth Management 一直致力於支持高淨值個人、家庭、企業家和專業投資者管理其私人和專業財富。該銀行提供量身定制的服務，使每位客戶能夠根據其願景保值增值。其團隊提供連續性的服務和產品，包括諮詢、融資、投資解決方案、基金服務以及技術和銀行解決方案。

在2024年，Indosuez Wealth Management 完成了對比利時銀行Degroof Petercam的收購。

這次合併使Indosuez 能夠通過市場上最全面的產品之一來豐富其價值主張。Indosuez Wealth Management 在全球16個地區擁有近4500名員工：歐洲 (德國、比利時、西班牙、法國、意大利、盧森堡、荷蘭、葡萄牙、摩納哥和瑞士)，亞太地區 (香港特別行政區、新喀里多尼亞和新加坡)，中東 (阿布達比、迪拜) 和加拿大 (代表處)。

擁有超過2000億歐元的客戶資產，Indosuez 集團是歐洲財富管理領域的領導者之一。

東方匯理財富管理

在東方匯理財富管理，我們基於長期關係、金融專業知識和我們的國際金融網絡，匯集了極為豐富的專業傳統：

亞太地區

香港

Suite 2918, Two Pacific Place
88 Queensway
Hong Kong
電話: +852 37 63 68 68

努美阿

Le Commodore - Promenade Roger
Laroque, Anse Vata
98800 Nouméa - New Caledonia
電話: +687 27 88 38

新加坡

168 Robinson Road
#23-03 Capital Tower
068912 Singapore
電話: +65 64 23 03 25

歐洲

布魯塞爾

Chaussée de la Hulpe 120 Terhulpesteenweg
1000 Brussels - Belgium
電話: +32 2 566 92 00

Rue de l'Industrie 44
1040 Brussels - Belgium
電話: +32 2 287 91 11

日內瓦

Quai Général-Guisan 4
1204 Geneva - Switzerland
電話: +41 58 321 90 00

里斯本

Avenida da Liberdade, n.º190, 2ºB
1250 - 147 Lisboa - Portugal
電話: +351 211 255 360

盧森堡

39, Allée Scheffer
L-2520 Luxembourg
電話: +352 24 67 1
12, rue Eugène Ruppert
L-2453 Luxembourg
電話: +352 45 35 45 1

馬德里

Paseo de la Castellana 1
28046 Madrid - Spain
電話: +34 91 310 99 10

米蘭

Piazza Cavour 2
20121 Milan - Italy
電話: +39 02 722 061

摩納哥

11, Boulevard Albert 1^{er}
98000 Monaco
電話: +377 93 10 20 00

巴黎

17, Rue du Docteur Lancereaux
75008 Paris - France
電話: +33 1 40 75 62 62

中東

阿布達比

Zayed - The 1st Street, Nayel & Bin Harmal Tower,
5th Floor of Pce 504
PO Box 44836 Abu Dhabi
電話: +971 2 631 24 00

杜拜國際金融中心

Al Fattan Currency House, Tower 2
Level 23 Unit 4 DIFC
PO Box 507232 Dubai
電話: +971 4 350 60 00



07 | 附錄



人工智能: 技术使机器能够执行通常需要人类智能的任务，例如学习、解决问题和决策。

ASEAN: 东南亚国家联盟

基點: 1個基點=0.01%。

CBO: 美國國會預算辦公室。

"China Plus One" Strategy: “中国加一”策略是一种商业方法，公司通过在中国以外的国家增加制造或采购业务来多元化其供应链。该策略旨在减少对中国的依赖，并减轻与地缘政治紧张局势、贸易战、劳动力成本和供应链中断相关的风险。通过在其他国家拥有额外的生产基地，公司可以增强其弹性、增加灵活性，并更好地管理全球市场中的潜在不确定性。常见的替代国家包括越南、印度、泰国和墨西哥。

芯片功率: 指的是半导体芯片的功率和性能特性，通常用于计算和电子设备中。

通貨緊縮 (deflation): 通貨緊縮是通貨膨脹的反義字。與通貨膨脹相反其特點是一般價格的水準長期持續下降。

存續期 (duration): 反映債券或債券基金對利率變動敏感度。該值以年為單位表示。債券久期越長價格對利率變化的敏感度就越高。

ECB: 歐洲中央銀行。負責歐盟及歐元區的金融及貨幣政策。

ESG: 环境、社会和治理：用于评估公司在三个关键领域的实践和绩效的框架：环境影响、社会责任和公司治理。环境标准评估公司如何管理其对地球的影响，社会标准考虑公司如何对待人，包括员工、客户和社区，治理标准评估其领导力和内部控制的质量和透明度。

FDI: 外国直接投资 (FDI) 是一种跨境投资类别，其中一个经济体的投资者在另一经济体的企业中建立持久的利益和显著的影响力。

Fed: 美國聯邦儲備理事會即美國的中央銀行。

聯邦公開市場委員會 (FOMC): 美國聯儲局的貨幣政策機構。

GDP (國內生產總值): 國內生產總值衡量的是居住在本國領土內的經營者每年生產的商品和服務。

普通合伙人 (General Partners, GPs): 是负责管理私募股权、风险投资或其他类型私募投资基金的专业投资经理。

生成式人工智能: 一种人工智能，专注于通过学习现有数据的模式和结构来创建新内容，例如文本、图像、音乐或其他媒体。它使用生成对抗网络 (GANs) 和变压器 (transformers) 等模型来生成模仿人类创造力和创新的原创输出。

Greenflation/綠色通貨膨脹: 指綠色轉型導致原物料和能源價格上漲。

高收益: 一种债券类别，也称为“垃圾债券”，其评级低于“投资级”债券（即标准普尔评级中的所有低于BBB-的评级）。评级越低，收益率通常越高，因为偿还风险更高。

IMF: 國際貨幣基金組織。

IEA: 国际能源署。

平衡通貨膨脹率 (inflation breakeven): 當名義債券的回報率與通貨膨脹連動的債券(相同到期日和等級的回報率相同之時所達到的通貨膨脹水準。換句話說投資者是否擁有名義債券或者通貨膨脹連動的債券在此通貨膨脹水準均沒有區別。因此是代表對於一特定的到期日在一地理區域的通貨膨脹預期。

有限合伙人 (Limited Partners, LPs): 在合伙企业中，通常是在私募股权或风险投资基金中，出资但责任有限且参与基金管理有限的投资者。他们的财务风险仅限于其投资金额，并且通常根据基金的表现获得回报。

摩尔定律摩尔定律: 观察到微芯片上的晶体管数量大约每两年翻一番，导致计算能力的持续增加和电子设备相对成本的下降。这个原理推动了过去几十年中技术的快速进步和小型化。

Nearshoring: 經濟合作暨發展組織 (OECD) 將區域化或近岸外包描述為遷移以前離岸外包的活動的決定不必然遷回到公司的母國，而是到鄰國。

无着陆情景: 一种经济情况，在这种情况下，增长持续稳定，没有放缓或进入衰退。

經合組織 (OECD): 經濟合作與發展組織。

政策利率: 一个国家的货币当局（即中央银行）设定的利率，用以影响经济中的主要货币变量的演变（例如，消费者价格、汇率或信贷扩张等）。

量化寬鬆 (QE): 中央銀行為向經濟體注入流動性而購買而購買債券等資產的貨幣政策工具。

量化緊縮 (QT): 是央行為減少經濟中的流動性或貨幣供給而採用的緊縮性貨幣政策工具。

R-star: 在这种利率下，经济处于充分就业和通胀稳定的状态，既不刺激也不减缓经济增长。

二级市场: 二级市场，也称为二级金融市场，是投资者买卖他们已经拥有的证券的平台。与一级市场不同，在一级市场中证券首次发行和销售（如首次公开募股，IPO），二级市场促进现有证券的交易。二级市场的例子包括纽约证券交易所 (NYSE) 和纳斯达克 (NASDAQ) 等股票交易所，股票、债券和其他金融工具在这些交易所中进行投资者之间的交易。二级市场提供的流动性至关重要，因为它允许投资者轻松买卖他们的证券，从而促进投资并有助于金融系统的整体稳定和效率。

软着陆: 一种受控的经济放缓，避免了衰退并保持通货膨胀在可控范围内。

息差, 信貸息差 (spread or credit spread): 息差是兩種資產之間的差額通常是利率之間的差額比如公司債券與政府債券的息差。

SRI: 可持續經營與社會責任型投資。

滯脹: 指的是一种经济状况，经济产出停滞的同时通货膨胀率上升。

减税与就业法案: 2017年的《减税与就业法案》(Tax Cuts and Jobs Act, TCJA) 是一项美国立法，旨在减少企业和个人的税负，以促进经济增长。

USMCA: 《美国-墨西哥-加拿大协定》(United States-Mexico-Canada Agreement, USMCA) 于2018年9月30日由三国政治领导人签署，取代了1994年创建的《北美自由贸易协定》(NAFTA)。

风险投资基金: 风险投资 (VC) 基金是由投资者提供的资本池，专门投资于具有强大增长潜力但可能对传统融资方法来说风险过高的初创企业和中小型企业 (SMEs)。这些基金由风险投资公司或专业人士管理，他们投资于高潜力的企业，以换取公司的股权或部分所有权。风险投资基金的主要目标是通过所投资企业的成功增长和最终退出（如首次公开募股或收购）为其投资者带来可观的回报。



08

| 免責聲明



免責聲明

本文件題為《Global Outlook》(「冊子」),其發行僅供行銷溝通之用。

其起草所用的語言構成Indosuez Wealth Management工作語言的一部分。

本冊子所公佈資訊,未經過任何地區的市場或管理機構審核和批准。

本冊子並非為任何特定國家之人士而設計。

本冊子不適用於在其分發、發佈、上市、或使用違反該國或司法管轄區適用法律或法規的國家或司法管轄區之公民、居住者、或居民。

本文件不構成或不包含購買或出售任何金融工具和/或服務的要約或邀請。

同樣地,其亦不以任何方式構成策略、個人化或一般性的投資或撤資推薦或建議、法律或稅務建議、審計建議、或任何其他專業性質的建議。不代表任何投資或策略適合並切合個人情況,也不代表任何投資或策略構成對任何投資者的個人化投資建議。

除非另有說明,本文件中的相關日期是本免責聲明最後一頁所提到之編輯日期。本文所包含資訊以公認可靠的來源為基礎。我們盡最大努力確保本文中不包含資訊之及時、準確、和詳盡。本文指示的所有資訊及價格、市場估值和計算得隨時更改,恕不另行通知。過去的價格和業績不一定指示出未來的價格和業績。

所指風險包括政治風險、信用風險、外匯風險、經濟風險、和市場風險等。進行任何交易之前,應諮詢您的投資顧問,並在必要時就風險以及任何法律、法規、信貸、稅收、和會計後果獲取獨立的專業意見。建議閣下聯絡私人顧問,以便根據閣下特定的財務狀況以及財務知識和經驗獨立作出決定。

當投資變現並轉換回投資者的基礎貨幣時,外幣匯率可能會對投資的價值、價格、或收入產生不利影響。

CA Indosuez為法國公司,是Crédit Agricole集團之財富管理事業及其相關子公司或實體,即CA Indosuez (Switzerland) SA、CA Indosuez Wealth (Europe)、CFM Indosuez Wealth及其各自的子公司、分支機構和代表處之控股公司,無論位於何處,均以Indosuez Wealth Management(東方匯理財富管理)單一品牌之名經營。每個子公司、其各自的子公司、分支機構和代表處,以及每個其他Indosuez Wealth Management(東方匯理財富管理)實體單獨稱為「實體」(Entity),而統稱為「實體集團」(Entities)。

實體集團或其股東、及股東、子公司,以及更廣泛地來說,Crédit Agricole SA集團(「集團」)旗下的公司,以及其各自企業管理首長、高階管理人員或員工得以個人、或以第三方的名義或代表第三方,從事本冊子中所述的金融商品交易,持有與這些金融商品有關之發行人或擔保人的其他金融商品,或者得為或接受這些實體集團提供或者尋求提供證券服務、金融服務、或任何其他類型的服務。在實體和/或Indosuez Group實體,擔任本冊子所提及的某些產品和服務的顧問兼/或經理、行政人員、分銷商或承銷商,或執行實體和/或Indosuez Group擁有或可能具有直接或間接利益的其他服務情況下,閣下的實體應優先考慮投資者的利益。

考慮到您的原籍國,居住國、或與您相關的任何其他國家/地區的法律,某些投資、產品、和服務,包括託管,可能會受到法律和法規約束,或者可能無法不受限制地在全球提供。特別地,本冊子所介紹的產品或服務不適用於美利堅合眾國及加拿大居民。實體集團得依據適用法律和法規並受許可約束,以其契約條件和價格提供產品和服務。產品和服務得隨時修改或撤銷,恕不另行通知。

請與您的客戶經理聯絡以取得更多資訊。

根據適用法規,每一實體均可提供本冊子:

- 在法國:這份出版物由CA Indosuez 發行。CA Indosuez 是一家依照法國法律成立的有限責任公司(société anonyme),股本為 853,571,130 歐元,是 Indosuez 集團的母公司,也是獲得授權提供投資服務和保險經紀業務的全方位銀行機構,其註冊辦公室位於法國巴黎 75008 醫生蘭斯街 17 號,並在巴黎商業和公司註冊處註冊,註冊號碼為 572 171 635 (個人增值稅識別號碼:FR 075 72 17 16 35)。
- 在盧森堡:本冊子由:
 - CA Indosuez Wealth (Europe) 發行,根據盧森堡法律成立的有限公司(société anonyme),股本為415,000,000歐元,註冊辦事處位於:39 allée Scheffer L-2520 Luxembourg,註冊於Luxembourg Companies Register, B號: B91.986,是經授權的信貸機構,成立於盧森堡並受盧森堡金融監管機構Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF) 監管。
 - Banque Degroof Petercam Luxembourg S.A., 總部位於12 rue Eugène Ruppert, L-2453 盧森堡,經金融業監管委員會 (CSSF) 授權並受其審慎監管,地址為283 route d'Arlon, L-2991 盧森堡,網站www.cssf.lu,電話(+352) 26251-1,並在其各自的職責範圍內受歐洲中央銀行監管。

- 在西班牙:本冊子由CA Indosuez Wealth (Europe) Sucursal en Espana發行受Banco de Espana (www.bde.es) 及Spanish National Securities Market Commission (Comision Nacional del Mercado de Valores, CNMV, www.cnmv.es) 監管,是CA Indosuez Wealth (Europe) 的分支機構,是一家信貸機構正式在盧森堡註冊並受盧森堡金融監管機構Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF) 監管。地址: Paseo de la Castellana numero 1, 28046 Madrid (Spain),註冊於Banco de Espana 編號: 1545。在Madrid Trade and Companies Register 註冊,編號: T 30.176.F 1,S 8, H M-543170, CIF(公司稅號): W-0182904-C。
- 在比利時:這份出版物由:
 - CA Indosuez Wealth (Europe) 比利時分行發行,位於比利時布魯塞爾 B-1000 胡爾佩大道 120 號,在布魯塞爾公司註冊處註冊,註冊號碼為 0534 752 288,並在企業銀行中心(比利時公司數據庫)中登記,增值稅號碼為 0534.752.288 (布魯塞爾 RPM),是 CA Indosuez Wealth (Europe) 的分行。
 - Banque Degroof Petercam SA 發行,位於比利時布魯塞爾 1040 工業街 44 號,在商業註冊處註冊,註冊號碼為 0403 212 172,並在企業交叉銀行(比利時公司數據庫)中登記,增值稅號碼為 BE 0403 212 172 (布魯塞爾 RPM)。
- 在意大利:該手冊由位於意大利米蘭 Piazza Cavour 2 的意大利分行 CA Indosuez Wealth(歐洲)分發,該分行在銀行註冊號 8097,米蘭、蒙扎布里安扎和洛迪商業登記處的稅號和註冊號。97902220157。
- 在歐盟區內:根據Free Provision of Services,本冊子可由獲得授權的Indosuez Wealth Management的實體集團分發。
- 在摩納哥:本冊子由CFM Indosuez Wealth分發,地址:11, Boulevard Albert 1er - 98000 Monaco,在Monaco Trade and Industry Register註冊,編號 56S00341,認證: EC/2012-08。
- 葡萄牙:本冊子由 CA Indosuez Wealth (歐洲)、Sucursal em Portugal 分發,地址為 Avenida da Liberdade, 190, 2.º B - 1250-147 Lisboa, Portugal,在葡萄牙銀行註冊,註冊號為 282, 稅碼980814227。
- 在瑞士:本冊子由CA Indosuez (Switzerland) SA分發,地址:Quai Général-Guisan 4, 1204 Geneva以及由CA Indosuez Finanziaria SA分發,地址:Via F. Pelli 3, 6900 Lugano以及由其瑞士分公司及/或代理處。根據Swiss Bankers Association(SBA)命令有關瑞士法律所定義的財務分析獨立性之意涵,本冊子構成行銷材料,但不構成財務分析產品。因此,這些命令不適用於本冊子。
- 在香港特別行政區:本冊子由CA Indosuez (Switzerland) SA之Hong Kong分公司分發,地址:金鐘道88號太古廣場2918室。本冊子中所載任何資訊,均不構成投資建議。本冊子未提交至香港證券及期貨事務監察委員會(SFC)或者香港的任何其他監管機構。本冊子及本冊子所提及的產品,未經過香港證券及期貨事務監察委員會核准,根據有關證券和期貨合約法令的第103、104、104A 或105條款(第571章)(SFO)。本冊子僅可分發給專業投資者(按SFO以及《證券及期貨(專業投資者)規則(第571D章)》中所定義)。
- 在新加坡:本冊子由CA Indosuez (Switzerland) SA, Singapore Branch分發,地址:168 Robinson Road #23-03 Capital Tower, Singapore 068912。在新加坡,本冊子針對被視為高淨值資產人士,或者根據新加坡《證券暨期貨法2001》的特許投資者、機構投資者或專家投資者。如有關於本「冊子」的任何疑問,新加坡的收件人可以聯繫CA Indosuez (Switzerland) SA, Singapore Branch。
- 在DIFC-UAE:本出版物/手冊由CA Indosuez (瑞士) SA, DIFC分行分發。地址:Al Fattan Currency House, Tower 2 - Level 23 Unit 4 DIFC PO Box 507232 Dubai - 阿拉伯聯合酋長國。公司受迪拜金融服務管理局(「DFSA」)監管。本出版物/手冊僅供專業客戶和/或市場交易對方使用,任何其他人均不得據此行事。本出版物所涉及之金融產品或服務將僅提供給符合DFSA所規定之專業客戶和/或市場交易對方客戶。本出版物僅供參考之用。不得將其解釋為購買或出售要約或招攬購買或出售任何金融工具或參與任何司法管轄區內的任何特定交易策略的要約。
- 在阿布達比:本冊子由CA Indosuez (Switzerland) SA,阿布達比代表處,Zayed - The 1st Street - Nayef & Bin Harmal Tower, 5th Floor of Pce 504, P.O.Box 44836 Abu Dhabi, United Arab Emirates, CA Indosuez (Switzerland) SA通過其阿聯酋代表處,經營阿聯酋業務,並接受阿聯酋央行監管。根據阿聯酋現行相關法律法規,CA Indosuez (Switzerland) SA的代表處不得經營銀行業務。該代表處僅可行銷和推廣CA Indosuez (Switzerland) SA的活動和產品。本冊子不構成對於特定人士或一般公眾的要約,亦不構成對於提交要約的邀請。其在非公開基礎上分發,未經阿聯酋中央銀行或阿聯酋的其他監管機構審閱或批准。
- 其他國家:其他國家的法律法規也可能限制本出版物的分發。擁有本出版物的人必須了解任何法律限制並遵守它們。

未經責任行事先同意,本冊子不得以任何形式,全部或部分影印或複製或分發。

©2024, CA Indosuez (Switzerland) SA/版權所有。

照片來源: Adobe Stock。

2024年11月13日編輯。

